

OIKEUSTIEDE

JURISPRUDENTIA

XXXIX

2006

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

© 2006 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 951-855-260-6

ISBN 978-951-855-733-6 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2006

Erkka Pälä

**OSAKASSOPIMUS
PÄÄOMASIIJOITTAJAN VÄLINEENÄ
SIIJOITUSKOHTEEN
OMISTUSRAKENTEN
MUUTOKSESSA**

Sisällys

1	JOHDANTO	227
1.1	Pääomasijoittamisen käsite ja sääntely.....	227
1.1.1	Pääomasijoitus yrityksen rahoitusmuotona	227
1.1.2	Osakassopimus pääomasijoituksen sääntelyinstrumenttina	228
1.2	Kohdeyrityksen omistusrakenteen dynamiikka.....	230
1.2.1	Yleistä.....	230
1.2.2	Pääomasijoittajan omistuksen diluutio	230
1.2.3	Kohdeyrityksen osakastahojen muutos	231
1.3	Tutkimuksen kohde, tutkimusmetodi ja lähdeaineisto	232
1.3.1	Tutkimuksen kysymyksenasettelu ja rakenne	232
1.3.2	Tutkimuksen rajaaminen	233
1.3.3	Tutkimusmetodi	235
2	PÄÄOMASIOITTAJAN OSAKASSOPIMUS	235
2.1	Osakassopimuksen yleinen tarve pääomasijoituksissa	235
2.2	Pääomasijoitussuhteen osakassopimuksen keskeiset piirteet	236
2.2.1	Asema yleisessä sopimusoikeudellisessa jaottelussa	236
2.2.1.1	Osakassopimus on pitkäkestoinen yhteistoimintasopimus	236
2.2.1.2	Osakassopimus on myös liikesopimus	237
2.2.2	Sisältö ja muoto	238
2.2.2.1	Sopimussisällön moninaisuus peilaa kohdeyritysten heterogeenisuutta	238
2.2.2.2	Kirjallinen muoto hallitseva – vakioehtokysymykset huomioitava	239
2.2.3	Sopimuspuolet	240
2.2.4	Sitovuus	241
2.2.4.1	Yleistä	241
2.2.4.2	Sitovuuden alkaminen	241
2.2.4.3	Sitovuuden lakkaaminen	242
2.2.4.4	Sitovuus kolmanteen nähden.....	244
2.2.4.5	Voidaanko sitovuus murtaa sovittelulla?	245

2.2.5	Tehosteet	245
2.2.5.1	Tehosteiden tarkoitus ja tyypit	245
2.2.5.2	Sopimussakko	246
2.2.5.3	Vahingonkorvaus	247
2.2.5.4	Luontoissuoritus	248
2.2.5.5	Irtisanominen ja purkaminen	249
2.2.6	Tulkinta	249
2.2.6.1	Eri oikeudenalojen vaikutus	249
2.2.6.2	Pääsääntönä osapuolisuuntautunut objektiivinen tulkinta	250
2.2.6.3	Subjektiivinen ja tavoitteellinen tulkinta toissijaisina periaatteina	250
2.2.6.4	Pääomasijoittajan on huomioitava epäselvyyssäännön merkitys	252
2.2.6.5	Osakassopimuksen tulkinta-aineiston laajuus	252
2.3	Osakassopimus ja muu yhtiöoikeudellinen sääntely	253
2.3.1	Osakassopimuksen vaikutus yhtiöelinten päätöksiin	253
2.3.2	OYL:n vaikutus osakassopimuksen velvoiteoikeudelliseen sitovuuteen	254
2.3.3	Yhtiöjärjestyksen vaikutus osakassopimuksen velvoiteoikeudelliseen sitovuuteen	255
2.3.4	Yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen vertailua sääntelyvälineinä	256
2.4	Pääomasijoittajan motiivit osakassopimuksen käyttämiseksi ...	257
2.4.1	Motiivien ryhmittelystä	257
2.4.2	Osakassopimus kontrollivälineenä	258
2.4.2.1	Asymmetrisen informaation ongelman lievittäminen	258
2.4.2.2	Perustajaosakkaiden sitouttaminen kohdeyrityksen toimintaan	258
2.4.2.3	Alkuperäisen sijoituksen mukaisen valta-aseman turvaaminen	259
2.4.3	Osakassopimus riskienhallintavälineenä	259
2.4.3.1	Aktiivinen riskienhallinta	259
2.4.3.2	Passiivinen riskienhallinta	260
3	VARAUTUMINEN OMISTUKSEN DILUUTIOON	260
3.1	Omistusrakenteen kvantitatiiviset muutostilanteet	260
3.1.1	Kantaosakkeiden lisääminen omaa pääomaa korottamatta	260
3.1.2	Osakepääoman korottaminen suunnatulla uusannilla	261

3.2	Välipääoman merkitys pääomasijoituksessa	262
3.2.1	Välipääoman yleiskuvaus	262
3.2.2	Välipääoman käyttöperuste ja muuntoehdon merkitys ...	263
3.2.3	Tärkeimmät pääomasijoituksissa	
	käytetyt välipääomainstrumentit	264
3.2.3.1	Etuosake	264
3.2.3.2	Osakeoptio	265
3.2.3.3	Vaihtovelkakirjalaina	266
3.3	Osakassopimuksen diluutiosuojamääräykset	267
3.3.1	Diluutiosuojamääräysten merkitys	267
3.3.2	Määräysten toteutus	268
3.3.2.1	Mekaaniset diluutiosuojamääräykset	269
3.3.2.2	Hintaperusteiset diluutiosuojamääräykset	271
3.3.2.3	Poikkeukset hintaperusteisiin diluutiosuojamääräyksiin	273
4	VARAUTUMINEN OSAKASTAHOJEN VAIHTUMISEEN	274
4.1	Omistusrakenteen kvalitatiiviset muutostilanteet	274
4.2	Perustajaosakkaiden ennakoiva sitouttaminen kohdeyritykseen	274
4.2.1	Osakkeen vapaa luovutettavuus yhtiöoikeudellisena periaatteena	274
4.2.2	Osakkeiden luovutus- ja panttauskielto	275
4.2.3	Osakkeiden tallettaminen tai panttaaminen kolmannen haltuun	277
4.2.4	Osakassopimuksen suostumuslauseke	278
4.2.5	Perustajaosakkaiden ja johdon osakeoptiot	279
4.3	Perustajaosakkaiden osakeluovutuksiin reagoiminen	280
4.3.1	Osakassopimuksen etuostolauseke	280
4.3.2	Myötämyyntioikeus	282
4.4	Pääomasijoittajan oman irtautumisen varmistaminen	283
4.4.1	Myötämyyntivelvollisuus	283
4.4.2	Anti-lockout-määräys	284
4.4.3	Realisointietuoikeus	284
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	286
	LÄHTEET	288
	OIKEUSTAPAUKSET	292
	LYHENTEET	292

SHAREHOLDERS' AGREEMENT AS VENTURE CAPITALIST'S
INSTRUMENT FOR CONTROLLING THE CHANGES IN THE
OWNERSHIP STRUCTURE OF THE INVESTEE COMPANY 293

Osakassopimus pääomasijoittajan välineenä sijoituskohteen omistusrakenteen muutoksessa

1 JOHDANTO

1.1 Pääomasijoittamisen käsite ja sääntely

1.1.1 Pääomasijoitus yrityksen rahoitusmuotona

Pääomasijoittaminen on yritysrahoituksen muoto, jossa ammattimaisesti toimivat pääomasijoitusrahastot tai muut institutionaaliset sijoittajat tekevät oman pääoman ehtoisia sijoituksia listautumattomiin yrityksiin.¹ Tyypillinen pääomasijoituksen kohdeyritys on joko aivan toimintansa alkuvaiheessa (siemen- tai kasvuvaiheen yritys) tai tarvitsee lisärahoitusta esimerkiksi tuotteensa tai palvelunsa kaupallistamiseen, uusille markkinoille saattamiseen tai kansainvälisen toiminnan aloittamiseen.² Pääomasijoittamiselle on ominaista sijoituskohteiden korkea riski³ mutta vastaavasti myös sijoittajalle avautuva suuri tuottomahdollisuus.⁴

¹ Lauriala 2004 s. 21. Toiminnan suhteellisesta nuoruudesta johtuen pääomasijoittamisesta käytetään Suomessa yleisesti myös englanninkielisiä termejä *venture capital* tai *private equity*. Laajassa mielessä pääomasijoittamiseen luetaan kuuluvaksi myös ns. *buy out*-rahoitustoiminta, joka käsittää erilaisten yritysjärjestelyjen, kuten *management buy out*- ja *management buy in*-kauppojen (MBO, MBI), yritysfuusioiden tai liiketoimintakauppojen rahoitusjärjestelyt.

² Pääomasijoitusten kohdeyritysten kehitysvaihemääritelmistä ks. Coyle 2000 s. 5–8, Relander 1989 s. 24–27 ja Jänkälä 1996 liite 4.

³ Korkea riski johtuu sijoituksen kohdeyrityksen suuresta konkurssitodennäköisyydestä ja listaamattomien osakkeiden heikosta likviditeetistä ks. Coyle 2000 s. 2 ja Lauriala 2005 s. 4–5.

⁴ Vuosina 1980–1996 eurooppalaisten pääomasijoitusten keskimääräinen vuosituotto sijoittajille oli 18,6 % ja yhdysvaltalaisten pääomasijoitusten 16,5 % ks. Kallunki – Martikainen – Niemelä 1999 s. 36.

Pääomasijoittamisella on suuri merkitys erityisesti voimakkaasti kasvavien, tyypillisesti korkean teknologian tuotteita kehittävien tai kaupallistavien yhtiöiden pääomahuollolle. Näiden yhtiöiden mahdollisuudet hyödyntää perinteisiä vieraan pääoman ehtoisia rahoituslaitosluottoja ovat (reaali)vakuuksien puutteesta johtuen varsin rajalliset. Tässä mielessä pääomasijoittajien voidaan katsoa hyödyntävän ja jopa korjaavan rahoitusmarkkinoiden rakenteellisia epätäydellisyyksiä tarjoamalla vaihtoehdoisen rahoituslähteen paikkaamaan markkinoiden rahoitusvajetta.⁵

Suomessa vuotuiset euromääräiset pääomasijoitukset lähtivät voimakkaaseen kasvuun vuonna 1995 ja ovat kymmenkertaistuneet tämän vuosituhannen alkupuoliskolla.⁶ Tämä on osoitus yhtäältä suomalaisen innovatiivisen tutkimus- ja tuotekehitysorientoituneen yritystoiminnan merkityksen kasvusta ja toisaalta maamme rahoitusmarkkinoiden vapautumisen myötä pääomasijoitustoiminnalle avautuneista mahdollisuuksista.

1.1.2 Osakassopimus pääomasijoituksen sääntelyinstrumenttina

Pääomasijoittajan ja kohdeyrityksen perustajaosakkaiden⁷ kesken tehtyä osakassopimusta voidaan luonnehtia pääomasijoitusjärjestelyn joustavaksi ja täsmentäväksi osaksi.⁸ Osakassopimuksen avulla pääomasijoittaja varmistaa ja täydentää oikeudellista asemaansa erityisesti niiden sijoituskysymysten osalta, joista Suomen voimassa oleva oikeus, tärkeimpänä yksittäisenä säädöksenä OYL, vaikenee.

Pääomasijoituksen osakassopimusta onkin oikeudellisesti arvioitava yleisen sopimusoikeudellisen ja osakeyhtiöoikeudellisen sääntelyn raja-alueella, koska Suomessa ei ole pääomasijoituksia koskevaa erityislainsäädäntöä.⁹ Tästä saattaa seurata ongelmia erityisesti OYL:n pakottavien

⁵ Lauriala 2004 s. 14–15.

⁶ Vuonna 1995 pääomasijoitusten kokonaismäärä Suomessa oli 38 miljoonaa euroa ja vuonna 2003 328 miljoonaa ks. *FVCA* 2004 s. 3. Pääomasijoittamisen suosion kasvun taustoista Isossa-Britanniassa ks. *Stedman – Jones* 1994 s. 130–131.

⁷ Perustajaosakkailta tarkoitetaan tässä tutkimuksessa tahoja, jotka ennen pääomasijoittajan rahoituskierrosta omistavat kohdeyrityksen koko osakekannan. Pääsääntöisesti perustajaosakkaiden hallussa on myös yrityksen toiminnan ja menestyksekkään kehittämisen kannalta välttämätön tietotaito.

⁸ Lauriala 2001 s. 111.

⁹ *Ämmälä* 1995 s. 38 ja *von Willebrand, DL* 2004 s. 382. Lakien esitöissä mahdollisuus osakassopimusten tekemiseen on kuitenkin huomioitu ks. *HE 27/1977 vp* s. 29 ja *KM 1969:A20* s. 80. Toisin kuin Suomessa, esimerkiksi Yhdysvalloissa on jo vuodesta 1958 ollut pääomasijoitusrahastoja ja pääomasijoittamista listaamattomiin yrityksiin säätelevä liittovaltiotason *Small Business Investment Act* ks. *Taskinen* 2005 s. 12.

säännösten, yhtiöjärjestysmääräysten ja osakassopimusmääräysten kollision muodossa.¹⁰ Esimerkiksi osakassopimuksen tulkintatilanteessa on oikeudenalojen raja-alueen vaikutus huomioitava tulkintasääntöjen ja -periaatteiden valinnassa ja soveltamisessa, vaikka sopimusoikeuden tulkintasääntöjä onkin pidettävä osakassopimuksen tulkinnan lähtökohtana.¹¹

Pääomasijoittaja pyrkii osakassopimuksella parantamaan kohdeyrityksen ja samalla sijoituksensa kontrollia. Näin kohdeyrityksen toiminnan läpinäkyvyys ja sijoituksen ennakoitavuus pääomasijoittajan suuntaan paranevat ja sijoituksen tuotto-odotukset kohenevat.¹² Osakassopimuksella sovittavat pääomasijoittajan kontrollimahdollisuudet saavat korostuneen aseman erityisesti siksi, että pääomasijoittaja haluaa sijoituksen lähtötilanteessa säännönmukaisesti päästä ainoastaan kohdeyrityksen (merkittäväksi) vähemmistöomistajaksi.¹³ Näin ollen esimerkiksi osakkeiden äänimäärään perustuvat lakisääteiset kontrolloikeudet saattavat jäädä pääomasijoittajan ulottumattomiin.

Pääomasijoittajan vähemmistöosakuustavoite selittyy pyrkimyksellä korottaa sijoituksen tuottoa kohdeyrityksen osakkeiden arvon nousun kautta eikä esimerkiksi tulevan osinkovirran avulla.¹⁴ Tätä pyrkimystä edesauttaa tehokkaasti perustajaosakkaille jäävä enemmistöosakkuus, jonka arvon maksimoimiselle perustajaosakkaiden oman varallisuuden kasvattaminen muodostaa positiivisen kannustimen. Samalla perustajaosakkaat sitoutetaan kohdeyrityksen toimintaan ja motivoidaan hyödyntämään toimialaosaamistaan optimaalisesti.¹⁵

Pääomasijoituksen osakassopimuksessa sovitaan asiaryhmätasolla yleisesti ainakin päätösvallan käytöstä kohdeyrityksessä (erityisesti pääomasijoittajan veto-oikeuksista)¹⁶, mahdollisista seuraavista rahoituskierroksista ja muista omistussuhteiden muutostilanteista, varojen jakamisesta ja sijoitusten realisoinnista, avainhenkilöiden kannustinjärjestelyistä ja kilpailurajoituksista, kohdeyrityksen mahdollisten immateriaalioikeuksien hallinnasta sekä osakassopimuksen täyttämistä varmistavista tehoste-ehdoista.¹⁷

¹⁰ Helminen 1995a s. 12.

¹¹ Ämmälä 1995 s. 40.

¹² von Willebrand, DL 2004 s. 383.

¹³ Stedman – Jones 1994 s. 140–141, Helminen 1995d s. 28 av. 30 ja Lauriala 2004 s. 152.

¹⁴ Helminen 1995d s. 29, Coyle 2000 s. 16, Stedman – Jones 1994 s. 127, 137 ja FVCA 2003 määräys 2.2.2.

¹⁵ Coyle 2000 s. 73, 101 ja Stedman – Jones 1994 s. 140.

¹⁶ Veto-oikeuksien ryhmittelyistä ks. Lauriala 2005 s. 8–9 ja FVCA 2003 määräys 11.1.2.2.

¹⁷ Lauriala 2004 s. 160–161, von Willebrand, DL 2004 s. 383 ja Kyläkallio, DL 1991 s. 141–148.

1.2 Kohdeyrityksen omistusrakenteen dynamiikka

1.2.1 Yleistä

Kohdeyrityksen omistusrakenne saattaa muuttua alkuperäisen pääomasijoituksen voimassaoloaikana eri syistä ja eri tavoin. Tässä tutkimuksessa keskitytään kahteen yleiseen omistusrakenteen muutostyyppiin. Ensinnäkin kohdeyritykseen saatetaan tehdä yksi tai useampia uusia lisäsijoituksia joko osakassopimuksessa ennakoidulla tai siinä ennakoimattomalla tavalla. Osakkeiden lukumäärää saatetaan myös muuttaa oman pääoman määrää lisäämättä. Aiemmassa vaiheessa sijoituksensa tehnyttä pääomasijoittajaa uhkaa tällöin omistuksen diluutio (laimeneminen).¹⁸

Toisaalta kohdeyritykseen oma pääoma ja osakemäärä saattavat pysyä ennallaan mutta osakkaiden henkilösuhteet voivat muuttua. Tällöin pääomasijoittajan haasteena on ei-toivottujen tahojen mukaantulo kohdeyrityksen hallintoon tai toivottujen tahojen poistuminen kohdeyrityksen hallinnosta. Tähän omistusrakenteen muutostyyppiin sisältyy myös pääomasijoittajan oma irtautuminen sijoituksestaan.

Pääomasijoittajan tulee pyrkiä varmistamaan mahdollisuutensa saada halutessaan ei-toivottujen osakastahojen omistus kohdeyrityksessä lakkaamaan ja toivottujen tahojen omistus säilymään. Tärkeää on myös varmistaa mahdollisuus pääomasijoittajan omalta kannalta optimaalisen irtautumisjärjestelyn¹⁹ käyttämiseen.²⁰

1.2.2 Pääomasijoittajan omistuksen diluutio

Diluutio tarkoittaa osakkaan suhteellisen omistusosuuden vähenemistä tilanteessa, jossa kohdeyritys kasvattaa kantaosakkeidensa²¹ lukumäärää. Kantaosakkeiden lukumäärää voi lisätä myös kantaosakkeiksi muunnettavien osakesidonnaisten rahoitusinstrumenttien liikkeeseenlasku. Yleisesti

¹⁸ Jäljempänä omistusrakenteen kvantitatiivinen muutos.

¹⁹ Tyypillisiä pääomasijoittajan irtautumistapoja ovat osakkeiden myynti teolliselle ostajalle, osakkeiden takaisinmyynti perustajaosakkaille ja kohdeyrityksen listaaminen pörsssiin. Eräs ”irtautumistapa” on myös sijoituksen epäonnistuminen kohdeyrityksen ajautuessa selvitystilaan ja purkuun tai konkurssiin ks. *Lauriala* 2004 s. 199–201. Pääomasijoittajien rahoittamien kohdeyritysten pörssi-listausten menestyksistä ks. *Gompers – Lerner* 2000 s. 289 ss.

²⁰ Jäljempänä omistusrakenteen kvalitatiivinen muutos.

²¹ Kantaosakkeella tarkoitetaan tässä tutkimuksessa osaketta, jolla on kaikki hallinnointi- ja varallisuus oikeudet ja yksi ääni kohdeyrityksen päätöksenteossa. Kantaosake on siis kohdeyrityksen omistuksen äänivaltainen perusyksikkö, jota ei voida muuntaa toisen tyyppiseksi sijoitusinstrumentiksi.

käytettyjä muunnettavia rahoitusinstrumentteja ovat etuosake, vaihtovelkakirjalaina ja osakeoptio.²² Pääomasijoittajan omistuksen diluutio on sitä suurempi, mitä enemmän uusia kantaosakkeita tai uusiin kantaosakkeisiin konversion kautta johtavia rahoitusinstrumentteja kappalemääräisesti lasketaan liikkeelle pääomasijoittajan omistuspiirin ulkopuolelle.

Diluutio on myös sitä suurempi, mitä pienempi hinta uusista osakkeista tai muunnettavista instrumenteista kohdeyritykselle maksetaan. Tällöin myöhemmin osakkeita ostanut saa osuuden kohdeyrityksestä halvemmalla, kuin pääomasijoittaja aiemmin oli vastaavan suuruisesta omistussuudesta maksanut. Siten pääomasijoittajan kannalta haitallisin tilanne syntyy, kun kohdeyritys laskee liikkeelle suuren määrän edullisesti hinnoiteltuja uusia osakkeita tai osakesidonnaisia instrumentteja.²³

Pääomasijoittajan on omistuksensa turvaamiseksi varauduttava diluutiovaikutukseen jo ennakolta. Suojautuminen diluutiota vastaan tehdään tavallisimmin osakassopimukseen otetuilla diluutiosuojamääräyksillä, joiden yksityiskohtainen rakenne riippuu muun muassa konversioehdon sisältävien rahoitusinstrumenttien rakenteesta, liikkeellelaskettavien instrumenttien lukumäärästä ja uusien rahoituskierrosten perustaksi asetetuista kohdeyrityksen arvonmäärityksistä.

1.2.3 Kohdeyrityksen osakastahojen muutos

Kohdeyrityksen perustajaosakas saattaa haluta pääomasijoituksen voimassaoloaikana irtautua kohdeyrityksen toiminnasta ja luovuttaa omistamansa osakkeet ulkopuoliselle. Tämä voi aiheuttaa riskin pääomasijoittajan omistuksen arvonnousulle, joka tyypillisesti perustuu suurelta osin perustajaosakkaiden osaamiseen kohdeyrityksen toimialalla. Epäsuorasti vastaava uhka voi syntyä, jos perustajaosakas panttaa hallussaan olevat osakkeensa vakuudeksi velasta. Ei-toivottu omistusmuutos voi toteutua, jos pantti realisoidaan velkojan toimesta.

Omistajamuutoksen haitat voivat näyttäytyä monenlaisina. Uudella osakkeenomistajalla voi olla kokonaan toinen näkemys kohdeyrityksen kehittämisestä kuin perustajaosakkaalla. Poissuljettua ei ole sekään, että kilpaileva yritys pyrkii ostamaan kohdeyrityksen osake-enemmistön ottaakseen haltuunsa kohdeyrityksellä olevaa toimialan tietotaitoa tai immateriaali-

²² Mainituista muunnettavista osakesidonnaisista instrumenteista käytetään tässä tutkimuksessa myös yhteisnimitystä välipääomainstrumentit ks. jäljempänä jakso 3.2 ja *Villa* 2001 s. 8.

²³ *Lauriala* 2004 s. 166.

keuksia tai ainoastaan lakkauttaakseen kohdeyrityksen toiminnan esimerkiksi oman markkinaosuutensa kasvattamiseksi.

Näihin tilanteisiin pääomasijoittaja voi varautua muun muassa osakkeiden etuosto-oikeuslausekkeella tai luovutuskieltomääräyksellä. Osa määräyksistä voi olla kohdeyrityksen yhtiöjärjestyksessä, mutta yleensä ne sijoitetaan osakassopimukseen.

Toisella tavalla omistajanvaihdostilanne näyttäytyy, kun pääomasijoittajalle itselleen avautuu tilaisuus kannattavaan irtautumiseen. Tällaisessa tilanteessa on lähes aina pääomasijoittajan kannalta edullista, jos myyntitarjous voidaan tehdä koko kohdeyrityksen osakekannasta. Näin on erityisesti korkean teknologian toimialojen aikaisessa kehitysvaiheessa olevien yhtiöiden osalta, joita ostettaessa saavutettavalla enemmistökontrollilla on suuri merkitys nimenomaan yhtiöiden omistaman ydinosaamisen ja teknologian takia. Tällaisen yhtiön ostoa on usein vaikea perustella pelkäämään sen korkealla rahallisella sijoitusarvolla.²⁴

Tämän mahdollisuuden varmistamiseksi osakassopimukseen otetaan tyypillisesti joko myötämyyntivelvollisuusmääräys (*drag along* -määräys), vaihtoehtoisesti käytettävä *anti-lockout*-määräys tai niiden yhdistelmä. Nämä sopimusmääräykset avaavat kohdeyrityksestä vähemmistön omistavalle pääomasijoittajalle reitin kannattavaan ja tehokkaaseen irtautumiseen sijoituksestaan.

1.3 Tutkimuksen kohde, tutkimusmetodi ja lähdeaineisto

1.3.1 Tutkimuksen kysymyksenasettelu ja rakenne

Tutkimuksen kantavana ajatuksena on selvittää, miten pääomasijoittaja voi osakassopimusta käyttäen suojautua itselleen haitallisilta kohdeyrityksen omistusrakenteen muutoksilta tai turvata mahdollisuuden itselleen edulliseen omistusrakenteen muutoksen toteuttamiseen.

Tutkimuksen taustalla on omistusrakenteen keskeinen vaikutus kohdeyrityksen hallintaan ja päätöksentekoon. Omistusrakenteen muutokset, joko yhteisymmärryksessä tehdyt tai yksittäisten omistajien opportunistiset, säteilevät vahvasti kohdeyrityksen kaikkien toimintaan. Pääomasijoituksen aikajänne voi olla jopa kymmenen vuotta, mikä korostaa pääomasijoittajan intressiä varmistua omistusasemansa pysyvyydestä ja omista dispoointimahdollisuuksistaan ajan kuluessa vaihtuvissa tilanteissa.

²⁴ Lauriala 2004 s. 184.

Lisäksi pääomasijoittamista koskeva suomalainen oikeudellinen tutkimus on vielä varsin niukkaa, vaikka pääomasijoittaminen on nopeasti yleistyvä rahoitusmuoto erityisesti kehittyvien yhtiöiden kohdalla ja osakassopimus on eräs tärkeimmistä, ellei tärkein, yksittäisistä sijoitusta säätelevistä instrumenteista. Myös osakassopimusta yleisemmällä tasolla käsittelevää kotimaista tutkimusta on suhteellisen vähän.

Tutkimuksessa etsitään vastauksia kahteen toisiinsa liittyvään kysymykseen, jotka voidaan tiivistetyssä muodossa esittää seuraavasti: 1) Miksi osakassopimus on yleisesti pääomasijoittajalle hyödyllinen instrumentti kohdeyrityksen omistusrakenteen säätelyssä? 2) Mitä osakassopimuksen tarjoamia erityisiä keinoja pääomasijoittajalla on käytössään asemansa turvaamiseksi kohdeyrityksen omistusrakenteen muuttuessa? (tutkimuksen pääkysymys)

Ensimmäinen tutkimuskysymys jäsentää eräitä osakassopimuksen keskeisiä rakennepiirteitä pääomasijoittajan kannalta (2 luku). Aihepiiriä laajennetaan selvittämällä, miten perinteisemmillä yhtiöoikeudellisilla instrumenteilla eli OYL:lla ja osakeyhtiön yhtiöjärjestyksellä toteutettava sääntely eroaa osakassopimussäätelystä tai vaihtoehtoisesti täydentää sitä. Lisäksi selvitetään pääomasijoittajan motiiveja osakassopimuksen käyttämiseksi.

Tutkimuksen pääkysymyksen tarkastelu aloitetaan selvittämällä pääomasijoittajan mahdollisuuksia varautua kohdeyrityksen osakeomistuksen kvantitatiiviseen muutokseen. Aihetta käsitellään diluutioproblematiikan näkökulmasta (3 luku). Osakeomistuksen kvalitatiiviseen muutokseen varautumista tutkitaan ensinnäkin pääomasijoittajalle haitallisen osakasrakenteen muutoksen näkökulmasta. Toisaalta tarkastellaan pääomasijoittajan mahdollisuuksia turvata itselleen edullinen irtautuminen sijoituksestaan (4 luku).

Tunnistettujen erityisten vaikutuskeinojen osalta esitetään niiden keskeiset oikeudelliset ominaisuudet, jotka puoltavat käyttöä pääomasijoittajan kannalta. Toisaalta yritetään löytää myös ominaisuuksia, jotka saattavat vähentää vaikutuskeinon käyttökelpoisuutta.

Tutkimuksen 5 luvussa kootaan yhteenvedoksi tutkimuksen pääkohdat ja tärkeimmät havainnot.

1.3.2 Tutkimuksen rajaaminen

Tutkimuksessa keskitytään voimassa olevan kotimaisen oikeuden mukaisen pääomasijoituksen osakassopimuksella toteutettujen suojausmekanismien selvittämiseen. Sijoituksen kohdeyritykseksi määritellään kooltaan pieni tai keskisuuri toimintansa alkuvaiheessa oleva suomalainen osakeyhtiö, joka

toimii korkean teknologian alalla ja jonka osakkeita ei ole julkisen kaupan käynnin kohteena.²⁵ Kohdeyrityksen oletetaan lisäksi olevan ns. harvainyhtiö.²⁶ Pääomasijoittajan oletetaan olevan institutionaalinen toimija.

Suomalaisen pääomasijoitustoiminnan sopimusoikeudelliset toimintamallit on omaksuttu anglosaksisista oikeuskulttuureista, joten oikeusvertailevaa elementtiä amerikkalaiseen ja englantilaiseen oikeuteen ei voida eikä ole tarkoituksenmukaistakaan kategorisesti rajata tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimus ei kuitenkaan ole oikeusvertaileva käsitteen varsinaisessa merkityksessä, vaan ulkomaisesta oikeudesta hyödynnetään ainoastaan aineellisia argumentteja, eikä sitä ole tarkoitus käyttää auktoriteetti-perusteluna.

Osakassopimuksen muut funktiot rajataan pääosin tutkimuksen ulkopuolelle. Osakassopimuksen muilla tavoitteilla voi kuitenkin olla liittyviä pääomasijoittajan omistusaseman säilyttämiseen ja järjestämiseen. Tällaisia liittyviä esiintyy ainakin toimivan johdon palkitsemisjärjestelmissä ja pääomasijoittajalle yhtiökokouksessa ja hallitustyöskentelyssä annetuissa päätöksenteon veto-oikeuksissa. Näitä liittyviä joudutaan siksi lyhyesti tutkimuksessa sivuamaan.

Tutkimus keskittyy pääasiassa velvoiteoikeudellisiin kysymyksiin ja siksi käytännön pääomasijoituksissa usein huomionarvoiset verotus- ja kilpailuoikeudelliset näkökohdat²⁷ rajataan tutkimuksen ulkopuolelle. Oikeudellisen perusnäkökulman vuoksi käytännössä tärkeiden diluutio suojaamääräysten matemaattisten yksityiskohtien käsittely rajataan myös tutkimuksen ulkopuolelle.

Osakassopimuksen muotoon liittyvänä seikkana tutkimuksen ulkopuolelle jäävät tilanteet, joissa osakassopimus on osa yhtiöjärjestystä, ts. osakassopimuksen määräykset kirjataan suoraan osaksi yhtiöjärjestyksen määräyksiä. Sama pätee tilanteisiin, joissa erillinen osakassopimus otetaan osaksi yhtiöjärjestystä viittaamalla osakassopimukseen yhtiöjärjestyksen määräyksissä. Rajaus on perusteltu, koska pääomasijoittamisen

²⁵ Julkisen kaupan käynnin kohteena olevien yhtiöiden osakassopimuksiin liittyvistä erityispiirteistä ks. *Helminen* 1995a s. 11–12.

²⁶ Harvainyhtiölle on tyypillistä, että kaikki osakkeenomistajat haluavat jossain muodossa osallistua aktiivisesti yhtiön hallintoon, että omistusrakenteen muutoksista päättävät osakkaat yhdessä ja että osakkaille taataan mahdollisuus irtautua kohtuullisin ehdoin omistuksesta ks. *Kansmark – Roos* 1994 s. 18. OYL 9:12.1 ja 4:ssa annetaan lisäksi enintään kymmenen osakkaan yhtiöissä osakkaille erityinen rajattu tutustumisoikeus yhtiön kirjanpitoon ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 218–219. Tällaista harvainyhtiölle ominaista oikeutta ei suuremman osakaskunnan yhtiön osakkailla ole.

²⁷ *von Willebrand*, DL 2004 s. 382.

osakassopimukset toteutetaan säännönmukaisesti yhtiöjärjestyksestä erillisinä asiakirjoina muun muassa salassapitosyistä.

1.3.3 Tutkimusmetodi

Tutkimusotteen päälinja on oikeusdogmaattinen. Tutkimuksessa systematisoidaan ja selvitetään omistusrakenteen muuttuessa käytettävissä olevien varautumiskeinojen oikeudellinen rakenne, ominaisuudet ja käyttömahdollisuudet. Oikeusvertaileva elementti tulee vähäisessä määrin esiin ulkomaisen lähdeaineiston myötä.

Pääasiallinen tutkimusmetodi voidaan oikeusdogmatiikan sisällä tarkemmin luokitella ongelmalähtöiseksi ja siten poikkeavaksi lainopissa perinteisemmäksi arvioitavasta normikeskeisestä lähestymistavasta. Ongelmalähtöiselle lähestymistavalle tyypillistä on kokonaisuuksien painottaminen yksittäisten oikeudenalojen sijaan. Tutkimuskysymysten käsittelyssä systematisoinnilla onkin suurempi painoarvo kuin relevanttien yksittäisten säännösten tulkinnalla.²⁸

2 PÄÄOMASIOITTAJAN OSAKASSOPIMUS

2.1 Osakassopimuksen yleinen tarve pääomasijoituksissa

Mikäli voimassa oleva oikeusjärjestys sisältäisi pääomasijoittajan etujen turvaamisen kannalta riittävän säätelyn, ei osakassopimuksia tarvittaisi. Lainsäädäntö on kuitenkin riittämätöntä pääomasijoittajan kannalta ainakin kolmessa suhteessa.

Voimassa olevaa OYL:a voidaan ensinnäkin luonnehtia suurten osakeyhtiöiden tarpeisiin painottuneeksi. Pienten ja keskisuurten osakeyhtiöiden, joilla on tyypillisesti rajattu omistajakunta, tarpeita ei riittävästi huomioida.²⁹ Erityisesti harvainyhtiöissä, joissa kaikkien osakkeenomistajien valankäyttömahdollisuuksien varmistaminen on tärkeää, on osakassopimuksella usein keskeinen merkitys.³⁰

²⁸ Ongelmalähtöisen ja perinteisemmän normikeskeisen lainopin erottelusta ks. *Kangas* 1982 s. 383–387.

²⁹ *Helminen* 1995d s. 19–20, *Norri* 1997 s. 365, *Lowzow&Reed* 1993 s. 24, *Kansmark – Roos* 1994 s. 13, *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 287 ja *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 203.

³⁰ *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 284 ja *Roos* 1969 s. 49–51, 124, jossa osakassopimuksista käytetään nimitystä konsortiosopimus. Käyttötarkoitus – välineiden määrittely harvainyhtiön vallan jakamiseksi – on kuitenkin ilmeisen sama.

Toiseksi, lainsäädäntö ei kattavuudeltaan yllä pääomasijoittajan edellytysten tasolle. Pääomasijoitussuhteessa tarvitaan usein OYL:n säätelyä hienosyisempää ja keinovalikoimaltaan monipuolisempaa välineistöä.³¹

Kolmanneksi on huomioitava yritysrahoitusvälineiden ja -käytäntöjen nopea kehitys ja kansainvälisen kehityksen yhä tiiviimpi omaksuminen Suomen oikeudelliseen käytäntöön. Lainsäädännöllä ei voi, eikä sillä ole tarkoituksenmukaistakaan, hallita dynaamista rahoitusympäristöä yksityiskohtien tasolla. Tässä suhteessa puiteluonteista lainsäädäntöä täydentämään tarvitaan osakassopimuksen kaltaisia muutokseen helpommin mukautuvia instrumentteja.³²

2.2 Pääomasijoitussuhteen osakassopimuksen keskeiset piirteet

2.2.1 Asema yleisessä sopimusoikeudellisessa jaottelussa

Pääomasijoituksen osakassopimuksen luokituksella yleisessä sopimusoikeuden kentässä ei ole vaikutusta osakassopimukseen sovellettavan lain valinnassa, mutta luokitus helpottaa soveltuvan oikeuslähdemateriaalin ja käyttökelpoisten periaatteiden paikantamista analogian avulla.³³ Luokituksesta on siten hyötyä esimerkiksi osakassopimuksen tulkinnan ongelmatilanteissa.

2.2.1.1 Osakassopimus on pitkäkestoinen yhteistoimintasopimus

Pääomasijoituksen useiden vuosien aikajänne muotoaa sijoitusta ohjauvan osakassopimuksen pitkäkestoiseksi. Epävarmuus sopimusympäristön olosuhteista ja sopimuspuolten välillä vallitseva monimutkainen riippuvuusuhde ovat pitkäkestoisen osakassopimuksen tyypillisiä ominaisuuksia.³⁴

³¹ Werlauff – Nørgaard 1987 s. 287 ja Lauriala 2004 s. 160.

³² Lauriala 2001 s. 4, 15.

³³ Hemmo 2003a s. 36.

³⁴ Nystén-Haarala 1998 s. 6. Ks. mts. 20, jossa esitetyssä sopimustyyppien nelijaottelussa pääomasijoituksen osakassopimus sijoittuisi selkeästi jaottelun neljänteen ja kompleksisimpaan luokkaan muodostaen sisällöltään monielementtisen ja ajallisesti pitkään jatkuvan sopimussuhteen. Vrt. Hemmo 2005 s. 9–11, jossa esitetyssä sopimustyyppien nelijaottelussa pääomasijoituksen osakassopimus luokituisi yhteistyöasteen monimutkaisuuden mukaan joko *kestosopimukseksi* (luokituksen toiseksi yksinkertaisin aste) tai *omistusohjaiseksi yhteistyöjärjestelyksi* (luokituksen monimutkaisin aste) (kurs. tässä).

Kestosopimus edellyttää sopimuspuolilta aktiivista yhteistoimintaa ja pääomasijoituksen osakassopimusta voidaan luonnehtia ainakin siinä mielessä tavoiteyhtenäiseksi, että kaikkien sopimuspuolten tavoitteena on kohdeyrityksen arvon kasvattaminen.³⁵ Mainittu tavoiteyhtenäisyys ei kuitenkaan sinällään poista opportunistia sopimussuhteesta, vaan sopimuspuolten on erikseen huolehdittava uskottavasta sitoutumisesta sopimukseen.³⁶

Pitkäkestoisuus ja erityisesti muuttuvat olosuhteet edellyttävät pääomasijoituksen osakassopimukselta kertasopimuksia suurempaa joustavuutta. Osakassopimuksen ymmärtäminen prosessina sopimusoikeuden perinteisen pistekäsityksen sijaan on eräs mahdollinen joustavuutta lisäävä teoria- lähtökohta.³⁷

2.2.1.2 Osakassopimus on myös liikesopimus

Pääomasijoituksen osakassopimus luokituu liikesopimukseksi erotuksena kuluttajasopimuksista.³⁸ Vaikka pääomasijoituksen kaltaiset monimutkaisemmat rahoitussopimukset eivät pienempien kohdeyritysten toimialaan varsinaisesti kuulukaan, on sopimuspuolten silti lähtökohtaisesti katsottava olevan tasavertaisessa asemassa.³⁹ Kohdeyritys ja perustajaosakkaat voivat nimittäin hyödyntää ulkopuolisia oikeudellisia ja rahoituksellisia asiantuntijapalveluita pääomasijoituspäätöksen tekemisessä. Myös pääomasijoituksille ominainen ja sinänsä hyväksyttävä korkea riskitaso vahvistavat osakassopimuksen liikesopimusluonnetta.⁴⁰

Vaikka pääomasijoittajan suhde perustajaosakkaisiin voi rahoitusoikeudellisesti muistuttaa suuryrityksen suhdetta yhden miehen yritykseen, ei pääomasijoituksen osakassopimusta kuitenkaan tule ryhmittää ”lievempään” liike- ja kuluttajasopimusten väliryhmään kuuluvaksi. Esimerkiksi sovittelun ei siten voida katsoa mainitulla rinnastusperusteella helpottuvan. Syinä

³⁵ *Nystén-Haarala*, LM 1999 s. 203, *Halila – Hemmo* 1996 s. 11, *Lauriala* 2004 s. 159 ja *Lauriala* 2001 s. 56. Sopimusoikeudellinen lojaliteettiperiaate on eräs yhteistoiminnan ilmentymä kestosopimussuhteessa. Periaatteesta ks. *Muukkonen* 1975 passim ja *Huhtamäki* 1993 s. 38–41.

³⁶ *Nystén-Haarala* 1998 s. 7.

³⁷ *Halila – Hemmo* 1996 s. 11 ja *Nystén-Haarala* 1998 s. 8. Sopimuksen prosessikäsityksestä ks. *Pöyhönen* 1988 s. 211–231. Käytännössä joustavuutta voidaan lisätä esim. uudelleen- uottelumääräyksellä. Vrt. *FVCA* 2003 määräys 17.5.2, jossa tällainen määräys koskee vain tilanteita, joissa sopimus tai osa siitä mitätöityy lainsäädännöllisistä tai vastaavista syistä.

³⁸ *E contrario Ämmälä* 1995 s. 42.

³⁹ *Hemmo* 2003a s. 31.

⁴⁰ *Hemmo* 2003a s. 31–32, jossa todetaan jo lähtökohtaisesti voimakkaamman sopimus- riskielementin johtavan mm. pidättyvämpään suhtautumiseen sopimuksen sovitteluun.

ovat ensinnäkin perustajaosakkailta edellytettävä asiantuntemus yritystoiminnassa ja toisaalta suurempien riskien kuuluminen luonnollisena osana yritystoimintaan. Riskien vastapainoksihan perustajaosakkailta on mahdollisuus huomattavasti suurempaan hyötyyn kuluttajatahoon verrattuna.⁴¹

2.2.2 Sisältö ja muoto

2.2.2.1 Sopimussisällön moninaisuus peilaa kohdeyritysten heterogeenisuutta

Osakassopimuksille ominainen piirre on moninaisuus. Sopimussisältö määrätään aina tilannekohtaisesti. Yksikäsitteistä määritelmää osakassopimukselle on siten mahdotonta esittää. Osakassopimusta voidaan luonnehtia oikeudelliseksi järjestelyksi, jolla osakeyhtiön asioista päätetään OYL:n menettelynormeista poiketen.⁴²

Käytännössä osakassopimuksella määrätään kaikkien tai joidenkin yhtiön osakkaiden yhtiöoikeudellisista hallinnoimis- tai varallisuusosoikeuksista tai oikeuksista disponoida osakkeistaan yhtiöjärjestyksessä tai OYL:ssa säädetyistä tavasta poiketen tai niissä säädettyä tapaa täydentäen. Erityisesti harvainyhtiöissä on tyypillistä, että osakassopimuksella laajennetaan tiettyjä osakasoikeuksia ja samalla supistetaan toisia verrattuna OYL:n ja yhtiöjärjestyksen säädöksiin.⁴³

Pääomasijoittajan kannalta osakassopimuksen sisältövapauden merkitystä voidaan havainnollistaa osakassopimukseen tyypillisesti sisällytettävien diluutiosuojamääräysten avulla. Nämä määräykset ovat pääomasijoittajan omistusta turvaavina ratkaisevan tärkeitä myönteisen sijoitus päätöksen syntymiselle.

Diluutiosuojamääräysten tarkkoja toteutustapoja ja matemaattisia määrittelymalleja on lukuisia, ja niihin voidaan liittää kohdeyrityksen ja pääomasijoittajan tilanteesta riippuvia erityyppisiä rajoituksia. Määräykset muodostetaan täysin tilannekohtaisesti, ja osakassopimuksen sisältövapaus on ehdoton edellytys niiden tehokkaalle toteuttamiselle.⁴⁴

⁴¹ *Hemmo* 2003a s. 32–33. Perustajaosakkailta on myös lähtökohtaisesti aina vapaus määrätä toimintansa sisällöstä eli pääomasijoituksen osakassopimusehtoihin sitoumisesta tai sitoutumatta jättämisestä. Kuluttajalla tällaista vapautta ei aina ole. Esimerkiksi sopivat välttämättömyshyödykkeiden (esim. sähkö, vesi tms.) toimitukset.

⁴² *Norri* 1997 s. 365.

⁴³ *Kansmark – Roos* 1994 s. 15–16 ja *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 281. Osakkaan hallinnoimis- ja varallisuusosoikeuksista ks. *Lauriala* 2004 s. 106 ja *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 183–185.

⁴⁴ *von Willebrand, DL* 2004 s. 387.

2.2.2.2 Kirjallinen muoto hallitseva – vakioehtokysymykset huomioitava

Osakassopimus voi olla konkludenttinen, suullinen tai kirjallinen⁴⁵ eikä osakassopimus siten poikkea sopimuksen muotovapauden yleisestä pääsäännöstä.⁴⁶ Näyttösyistä ja osakassopimukseen usein liittyvistä huomattavista varallisuusarvoista johtuen kirjallinen muoto on kuitenkin *de facto*-standardi.⁴⁷ Myös pääomasijoitusten osakassopimukset tehdään käytännössä aina kirjallisina mainituilla perusteilla.

Osakassopimusten lähtökohtaisesta yksilöllisyydestä huolimatta pääomasijoittaja laatii käytännössä usein osakassopimuksen tai osia siitä ennalta laaditun mallisopimuksen⁴⁸ perusteella. Mikäli pääomasijoittaja hyödyntää mallisopimusta useissa toisistaan erillisissä sijoituksissa, on ilmeistä, että sijoitusten osakassopimuksia voidaan ainakin osittain arvioida vakiosopimuksina.⁴⁹

Mahdollinen vakioehtojen liittymisongelma vältetään pääomasijoitusten osakassopimuksissa kirjaamalla sopimuksen kaikki ehdot *expressis verbis* sopimusasiakirjaan jättämättä sopimusehtoja miltään osin esimerkiksi viittauksen varaisiksi. Sopimukseen voidaan myös ottaa varmistavana tekijänä erillinen määräys siitä, että sopimusasiakirjaan kirjatut ehdot muodostavat koko sopimuksen, eli ns. integraatiolauseke.⁵⁰

Vakiosopimusten yllättäviä ja ankaria ehtoja koskeva oppi on osittain epämääräinen, koska ei ole selviä ohjeita sille, milloin sopimusehtoa on pidettävä yllättävänä tai ankarana.⁵¹ Osakassopimusehdon ankaruutta arvioitaessa keskeisiksi kriteereiksi nousevat perustajaosakkaiden ja kohdeyrityksen edustajien asiantuntemus ja ankaraksi väitetyn sopimusehdon reaalisisältö. Mikäli esimerkiksi perustajaosakkaat ovat jo aiemmin teh-

⁴⁵ Helminen 1995a s. 10, Roos 1969 s. 124 ja Werlauff–Nørgaard 1987 s. 308. Kirjallinen muoto on kuitenkin esimerkiksi osakassopimukseen sisällytetyn välitysehdon sitovuuden edellytys suoraan *ex lege* (VML 3.1–2 §), ks. Jokela 1995 s. 202.

⁴⁶ Halila – Hemmo 1996 s. 13, Saarnilehto 1996 s. 29 ja Hemmo 2003a s. 180.

⁴⁷ Werlauff–Nørgaard 1987 s. 308–309, Kyläkallio, DL 1991 s. 138, Norri 1997 s. 369 ja Roos 1969 s. 262.

⁴⁸ Esimerkiksi Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry on laatinut mallisopimuksen ks. FVCA 2003. Mallisopimusten käytön ongelmista ks. Stedman – Jones 1994 s. ix ja Kansmark – Roos 1994 s. 34.

⁴⁹ Vakiosopimusten tunnistamisesta ks. Wilhelmsson 1995 s. 31 ja Hemmo 2003a s. 149, joka toteaa lisäksi, että vakioehtoja ja yksilöllisiä ehtoja sisältävässä sopimuksessa kunkin sopimusehdon luonne ratkeaa perustelluimmin yksittäisiä ehtoja erikseen arvioimalla.

⁵⁰ Ks. mainitusta *entire agreement* -määräyksestä Stedman – Jones 1994 s. 262, FVCA 2003 määräykset 13 ja 17.4.1, Hemmo 2003a s. 599 ja Hemmo 2005 s. 341–344.

⁵¹ Wilhelmsson 1995 s. 81.

neet vastaavia osakassopimuksia tai käyttävät asiantuntevaa avustajaa sopimusneuvotteluissa, nousee vakioehdon ankaruuskyynnys huomattavasti. Vakioehdon on lisäksi vaikutettava osapuolten suoritusasapainoon merkittävästi, jotta se voitaisiin tulkita ankaraksi.⁵²

Pääomasijoittaja välttyy yllättävien ja ankarien vakioehtojen ongelmalta korostamalla muille sopimuspuolille riittävällä tarkkuudella jokaisen sopimusmääräyksen merkitystä ja huolehtimalla korostustoimen riittävästä todentamisesta mahdollisia tulevia näyttökysymyksiä silmällä pitäen. On huomattava, että todentamiseksi ei välttämättä riitä pelkästään osakassopimuksen määräys, jonka mukaan osapuolille on selvitetty kaikkien sopimusmääräysten sisältö.⁵³

2.2.3 Sopimuspuolet⁵⁴

Osakassopimus voidaan määritellä sopimuspuolten perusteella suppeaksi, jos sopimuspuolina on ainoastaan yhtiön osakkaita.⁵⁵ Vastaavasti laajan määritelmän mukaisen osakassopimuksen sopimuspuolina on osakkaiden lisäksi muitakin tahoja, jotka voivat olla yhtiön rahoittajia (muita kuin pääomasijoittajia) ja yhtiö itse.⁵⁶ Molemmissa tapauksissa sopimuspuolina voi olla niin luonnollisia kuin juridisiakin henkilöitä.⁵⁷

Pääomasijoituksen osakassopimukselle on tyypillistä, että kohdeyritys on osakassopimuksen osapuolena eli pääomasijoitusten osakassopimukset ovat laajan määritelmän mukaisia.⁵⁸ Kaikkien osakkaiden, ei siis ainoas-

⁵² *Hemmo* 2003a s. 166–170 ja *Wilhelmsson* 1995 s. 81–82. Ks. KKO 1977 II 103 sopimuspuolen aiemman kokemuksen merkityksestä arvioitaessa vakioehdon yllättävyyttä tai ankaruutta.

⁵³ *Hemmo* 2003a s. 170.

⁵⁴ *Helminen* 1995e s. 1–5, jossa eritellään osakassopimuksen lähikäsitteitä sopimukseen osallistuvien tahojen ominaisuuksien perusteella.

⁵⁵ Suppeasta määritelmästä ks. *Werlauff–Nørgaard* 1987 s. 281–282, jonka mukaan määritelmän negatiivinen ulottuvuus rajaa nimenomaisesti sekä yhtiön että ulkopuoliset ei-osakkeenomistajat osakassopimuksen käsitteen ulkopuolelle. Ks. myös *Kansmark – Roos* 1994 s. 15, jossa ainakin implisiittisesti omaksutaan suppea määritelmä. Suppeaa määritelmää voidaan kritisoida mm. oikeudessamme tunnustetun *falsa demonstratio non nocet*-maksimiin vastaisena ks. *Bono* 1995 s. 188. Maksimista ks. *Hemmo* 2003a s. 612 ja oikeuskäytännöstä KKO 1932 II 28 ja KKO 1996:7, jossa sopimusta tulkittiin nimenomaan sisällyksen eikä sisällöstä poikkeavan otsikon mukaan.

⁵⁶ Laajasta määritelmästä ks. *Lowzow&Reed* 1993 s. 20, *Stedman – Jones* 1994 s. 1, jonka mukaan ”yhtiö liittyy säännöllisesti sopimuspuoleksi” (kurs. tässä) ja *Kyläkallio*, DL 1991 s. 137, jonka mukaan ”yhtiö voi liittyä osakassopimukseen” (kurs. tässä).

⁵⁷ *Kansmark – Roos* 1994 s. 32.

⁵⁸ *FVCA* 2003 määräykset 1.4 ja 17.3.6.

taan joidenkin, mukanaolo osakassopimuksessa on yleensä myös ehtona pääomasijoituksen toteutumiselle.

Kaikkien osakkaiden ja kohdeyrityksen sopimuspuoliasema laajentaa pääomasijoittajan toimintamahdollisuuksia ainakin osakassopimuksen rikkomistapauksessa erityisesti, koska myös kohdeyritys on yksittäisten henkilöosakkaiden lisäksi sopimusperusteisten tehosteiden eikä ainoastaan soveltuvien deliktuaalisten tehosteiden piirissä.⁵⁹ Pääomasijoittajan kannalta kaikkien osakkaiden ja kohdeyrityksen osallistuminen osakassopimukseen lisää myös sopimussuhteen ennakoitavuutta.

2.2.4 Sitovuus

2.2.4.1 Yleistä

Osakassopimus on oikeustoimi, jota sopimuspuolet ovat lähtökohtaisesti velvolliset noudattamaan. Osakassopimusvelvoitteet voidaan viime kädessä panna täytäntöön tuomioistuimessa, vaikka sopimusperusteisten tehostemääräysten käyttö onkin usein tarkoituksenmukaisempaa.⁶⁰ Kuvattu yleinen velvoiteoikeudellinen *pacta sunt servanda* -periaate saa pääomasijoituksissa osakassopimuksen liikesopimusluonteen takia korostetun painoarvon.⁶¹ Osakassopimuksen velvoiteoikeudellinen sitovuus koskee pääsääntönä myös pääomasijoituksen kohdeyritystä sopimuspuoliaseman perusteella.⁶²

2.2.4.2 Sitovuuden alkaminen

Kirjallisessa osakassopimuksessa on usein eksplisiittinen määräys, jonka mukaan sopimus tulee voimaan osapuolten allekirjoittaessa sopimusasia-

⁵⁹ FVCA 2003 määräys 17.6.2, jossa kohdeyritys sopimusosapuolena on sopimussakkosanktion piirissä.

⁶⁰ *Helminen* 1995e s. 76–77, *Kyläkallio*, DL 1991 s. 138, *Huhtamäki* 1993 s. 29, *Kansmark – Roos* 1994 s. 29 ja *Saarnilehto* 1996 s. 119.

⁶¹ *Hemmo* 2003a s. 49–50.

⁶² *Saarnilehto* 1995 s. 182 ja e contrario KKO 1994:95: ”...on jäänyt näyttämättä, että *Seu-La Oy olisi sopimuksen osapuoli* tai että osakkaiden keskinäinen sopimus muutenkaan sitoisi yhtiötä.” (kurs. tässä) Oleellista velvoiteoikeudellisen sitovuuden kannalta on siis pääomasijoituksen osakassopimuksen sopimuspuoliaseman määrittely laajasti. Vrt. mts. 183–186, jossa problematisoidaan osakassopimuksen velvoiteoikeudellinen sitovuus yhtiötä kohtaan määriteltäessä sopimuspuolet suppeasti. Eri asia on, että OYL:sta ja yhtiöjärjestyksestä voi aiheutua *yhtiöoikeudellisia* rajoituksia osakassopimusmääräysten *velvoiteoikeudelliseen* sitovuuteen pääomasijoituksen kohdeyritystä kohtaan.

kirjan.⁶³ Muotovarauma vaikuttaa varsinaisen muotosäännöksen tavoin eli allekirjoittamaton sopimus ei ole sitova.⁶⁴ Tällainen määräys on yleisesti käytössä myös pääomasijoittamisen osakassopimuksissa.⁶⁵

Jos sopimusneuvottelujen alkaessa ei ole sovittu⁶⁶ *neuvottelujen aikaisesta* muotovaraumasta eli siitä, että osakassopimus tulee sitovaksi ainoastaan kirjallisessa muodossa ja allekirjoitettuna, voi erimielisyyksiä syntyä arvioitaessa, onko sitovuus syntynyt jo sopimusneuvottelujen aikaisten lausumien, tarjousten ja vastausten, perusteella. Sopimusasiakirjan muotovaraumalla ei ole ratkaisevaa vaikutusta sopimusneuvottelujen aiempien lausumien sitovuutta arvioitaessa. Johtoa neuvottelujen aikaisen muotovarauman konkludenttiseen olemassaoloon saadaan pääomasijoitusalan yleisistä sopimuskäytännöistä. Muotovarauman presumoimista puoltavat tavoitteena olevan osakassopimuksen pitkäkestoisuus, sopimusmääräysten monimutkaisuus ja säänneltävät suuret varallisuusarvot.⁶⁷ Pääomasijoittamisen osakassopimuksista neuvoteltaessa voidaan mainitun muotovarauman katsoa olevan voimassa jo sopimusneuvottelujen aikana ilman nimenomaista muotovaraumasta sopimistakin.

Suullisen ja konkludenttisen osakassopimuksen riskinä on niiden arviointi ns. herrasmiessopimuksiksi, joilla ei ole oikeudellista vaikutusta.⁶⁸ Mikäli suullista tai konkludenttista muotoa poikkeuksellisesti halutaan käyttää, ei pääomasijoituslalla voi selostetun kirjallisen muotovarauman presumoinnin takia varauksetta luottaa osakassopimuksen sitovuuteen.

2.2.4.3 Sitovuuden lakkaaminen⁶⁹

Toistaiseksi voimassa olevaksi määrätyn osakassopimuksen ajallinen sitovuus päättyy pääsäännön mukaan irtisanomiseen joko ilman erikseen mää-

⁶³ Tällainen määräys on sopimussääteinen muotovaatimus eli muotovarauma, jolla säännellään neuvottelujen tuloksena syntyneen lopullisen *sopimusasiakirjan mukaisen osakassopimuksen* voimaantuloa ks. *Hemmo* 2003a s. 200, *Kansmark – Roos* 1994 s. 32 ja *Roos* 1969 s. 262.

⁶⁴ *Hemmo* 2003a s. 201–202.

⁶⁵ *FVCA* 2003 määräys 17.3.1.

⁶⁶ Tällainen sopimus voi sisältyä esim. *term sheet* -asiakirjaan ks. *Lauriala* 2004 s. 53–55 ja 219. Prekontraktuaalisesta sopimisesta yleisemmin ks. *Hemmo* 2005 s. 52–61.

⁶⁷ *Roos* 1969 s. 262–263 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 28.

⁶⁸ *Roos* 1969 s. 263.

⁶⁹ Osakassopimuksen irtisanominen on tässä alajaksossa 2.2.4.3 kestopimuksen normaali päättämistapa, eikä siis reagointikeino muun sopimuspuolen sopimusrikkoon ks. *Aurejärvi – Hemmo* 1998 s. 110 ja *Hemmo, DL* 1996 s. 328.

rättyä irtisanomisaikaa⁷⁰ tai sopimuksessa määrätyn irtisanomisajan kulutua. Irtisanomisvapaus ei kuitenkaan ole täydellinen, vaan rajoituksia voi aiheutua mm. asiallisen irtisanomissyyn vaatimuksesta tai osapuolten välisen kanssakäymisen aiheuttaman luottamuksen tai edellytysten suojasta.⁷¹

Määräaikainen osakassopimus lakkaa sitomasta määräajan umpeutuksessa⁷² tai vaihtoehtoisesti irtisanomisperusteisesti siten, että osakassopimuksen voimassaolo jatkuu ns. hiljaisen suostumuksen perusteella joko uuden määräajan tai toistaiseksi, ellei nimenomaista irtisanomista tehdä.⁷³ Osakassopimuksen voimassaolon päättymisen voidaan myös sitoa jonkin muun osakkeenomistajien välisen edellytyksen täyttymiseen.⁷⁴

Pääomasijoituksen osakassopimus määrätään tyypillisesti olemaan sopimuspuolen osalta voimassa niin kauan kuin osapuoli omistaa osakkeita. Kohdeyritystä osakassopimus sitoo niin kauan kuin yksikin muu sopimuspuoli osakkeita omistaa. Osakassopimus on siten tulkittava määräaikaiseksi eikä mahdollisuutta irtisanomiseen kesken sopimuskauden ole.⁷⁵ Lisäksi pääomasijoituksen osakassopimuksessa tulee erikseen ottaa huomioon ainakin tilanteet, joissa kohdeyrityksen itsenäinen olemassaolo lakkaa tai sen luonne osakasrakenteeltaan suljettuna yhtiönä päättyy.⁷⁶

⁷⁰ Tällöinkin on kuitenkin noudatettava kohtuullista irtisanomisaikaa ks. *Hemmo* 2003b s. 396. Tapauksessa KKO 1982 II 1 kohtuullinen irtisanomisaika, kun sopimuksessa ei ollut siitä erillistä määräystä, arvioitiin kahdeksi kuukaudeksi. Ks. myös KKO 1985 II 130. Vrt. *Kyläkallio*, DL 1991 s. 147, jonka mukaan osakassopimuksen irtisanominen päättää sopimuksen välittömästi, ellei sopimuksen voimassaolosta ole sopimuksessa erikseen sovittu. *Bono* 1995 s. 192 kritisoi kantaa perustelujen puutteen takia.

⁷¹ *Hemmo*, DL 1996 s. 331–338. Ks. KKO 1994:95, jossa osakkaalla ei ollut oikeutta osakassopimuksen irtisanomiseen, vaikkei irtisanomisesta ollut sopimusmääräystä. KKO piti ratkaisevana, että: "... osakkaiden keskinäinen osakassopimus on ollut *tarkoitettu pysyväksi järjestelyksi*." (Kurs. tässä.) Vrt. *Bono* 1995 s. 196–197, joka toteaa, että tapauksessa irtisanominen ei ollut mahdollista, koska osakassopimus oli määräaikainen. KKO ei hänen mielestään myöskään ottanut tapauksessa kantaa osakassopimuksen yleiseen irtisanottavuuteen vaan ainoastaan osapuolen mahdollisuuteen päästä eroon tietystä sopimusyhtiöstä. Ks. *Kansmark – Roos* 1994 s. 90, jonka mukaan Ruotsissa toistaiseksi voimassa olevan osakassopimuksen katsotaan muodostavan yksinkertaisen yhtiön eikä osakassopimuksen irtisanomista voi tämän takia rajoittaa (BL 2:24.2 ja 4:7.2). Suomessa vastaavaa yhtiömuotoa tai pakottavaa sääntelyä ei ole.

⁷² Tämä on määräaikaisten sopimusten lakkaamisen yleinen pääsääntö ks. *Hemmo* 2003b s. 376.

⁷³ *Helminen* 1995e s. 121–122 ja *Roos* 1969 s. 93–94

⁷⁴ *Bono* 1995 s. 189–190 ja *Kyläkallio*, DL 1991 s. 147.

⁷⁵ Av. 68, *Kansmark – Roos* 1994 s. 90 ja *Hemmo* 2005 s. 298.

⁷⁶ *Helminen* 1995e s. 122–126 ja *FVCA* 2003 määräykset 17.3.2–4. Itsenäinen olemassaolo voi päättyä esim. konkurssiin, sulautumiseen tai jakautumiseen. Kohdeyrityksen luonne omistusrakenteeltaan suljettuna yhtiönä voi muuttua esim. pörssilistauksen seurauksena tai myydessä koko osakekanta teolliselle toimijalle (ns. *trade sale*). Suljetusta osakeyhtiöstä ks. *Roos* 1969 s. 49–50.

Pääomasijoituksen osakassopimuksen tiettyjen määräysten sitovuuden voidaan määrätä jatkuvan osakasaseman lakkaamisen estämättä. Tällaisia määräyksiä voivat olla esimerkiksi salassapito-, kilpailukiello- ja sopimustehostemääräykset.⁷⁷

2.2.4.4 *Sitovuus kolmanteen nähden*

Yleisesti osakassopimuksen oikeusvaikutukset koskevat ainoastaan alkuperäisiä sopimuspuolia ja näiltä osakasoikeutensa yleisseuraannon⁷⁸ kautta saaneita tahoja.⁷⁹ Tämän voidaan katsoa soveltuvan myös pääomasijoituksen osakassopimukseen. Mainitun määritelmän ulkopuoliset tahot eivät pääsäännön mukaan voi saada oikeuksia eikä heihin voi kohdistaa velvollisuuksia pääomasijoituksen osakassopimuksen perusteella.⁸⁰

Edellä kuvattu sopimussitovuuden sopimuspuoltenvälisyys ei ole kuitenkaan poikkeukseton. Pääomasijoituksen osakassopimuksen kannalta huomionarvoisin poikkeus on osakasoikeuden vastoin osakassopimuksen osakkeen luovutuskieltomääräystä erityisseuraannolla⁸¹ saanut taho, ja ratkaisevaksi muodostuu luovutuksensaajan tietoisuus osakassopimuksesta.

Jos luovutuksensaaja oli perustellussa vilpittömässä mielessä osakassopimuksen suhteen, ei osakassopimus sido häntä. Osakassopimuksen suhteen vilpillisessä mielessä oleva luovutuksensaaja tulee sen sijaan sidotuksi osakassopimukseen ainakin, jos osakassopimus sisältää osakkeiden luovutusrajoitusmääräyksiä.⁸² Koska todistustaakka luovutuksensaajan vilpillisestä mielestä on siihen vetoavalla, kannattaa pääomasijoittajan asemaansa turvatakseen vaatia maininta osakassopimuksesta osakekirjoihin ja yhtiöjärjestykseen. Vaikka nämä toimet eivät joka tilanteessa luovutuksensaajan vilpittömää mieltä poistakaan, ovat ne silti todistustositseikkoina pääomasijoittajan väitettä tukevia.

⁷⁷ Hemmo 2005 s. 304 ja FVCA 2003 määräys 17.3.5.

⁷⁸ Yleisseuraantoja ovat perintö, testamentti, ositus, sulautuminen, yhteisen omaisuuden jako ja osakeyhtiön jakautuminen. Yleis- ja erityisseuraannosta ks. *Kartio* 2001 s. 221.

⁷⁹ Hemmo 1998 s. 253 ja *Helminen* 1995e s. 103.

⁸⁰ Tästä anglosaksisissa maissa *privity of contract* -nimikkeellä tunnetusta doktriinista ks. *Treitel* 1989 s. 208–222.

⁸¹ Tärkeimmät erityisseuraannot ovat kauppa, vaihto, lahja ja apporti (l. luovutussaan-
not).

⁸² *Helminen* 1995e s. 106–108, *Lowzow&Reed* 1993 s. 43–45, *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 320, *Norri* 1997 s. 371 ja *Kansmark – Roos* 1994 s. 30. Vrt. *Kyläkallio*, DL 1991 s. 138, joka OYL 3:2:n tuella toteaa, ettei osakassopimus sido edes vilpillisessä mielessä olevaa luovutuksensaajaa.

2.2.4.5 *Voidaanko sitovuus murtaa sovittelulla?*

Osakassopimus voi muiden sopimusten tavoin olla sovittelun kohteena OikTL 36 §:n perusteella.⁸³ Yleisenä edellytyksenä sovittelulle on vaatimus osakassopimusmääräyksen kohtuuttomuudesta. Kohtuuttomuuden arvioinnissa on osakassopimuksen osalta erityisesti huomioitava OYL:n päätöksentekoa koskevat normit, mm. OYL 9:13:ssä säädetty yhtiökokouksen enemmistöperiaate. Siten esimerkiksi omistukseen perustuvan enemmistövallan syrjäyttämiseksi tapahtuvaan sovitteluun on suhtauduttava varauksella.⁸⁴

Pääomasijoittamisen osakassopimuksen sovittelu lienee vaikeampaa kuin sopimusten sovittelu yleensä. Liikesopimusluonne, sopimuspuolten presumoitu tiedollinen tasa-arvo ja mahdollisuus juridisen asiantuntija-avun käyttämiseen osakassopimuksen tekohtekellä korottavat sovittelukynnystä.⁸⁵ Pääomasijoittajan on myös huomattava, että jos osakassopimukseen voidaan soveltaa vakiosopimuskäytäntöä, saattaa tämä helpottaa sovitteluun ryhtymistä.⁸⁶

2.2.5 *Tehosteet*

2.2.5.1 *Tehosteiden tarkoitus ja tyypit*

Velvoiteoikeudellisilla tehosteilla pyritään sekä varmistamaan osakassopimuksen noudattaminen (preventiivinen funktio) että korvaamaan loukatulle sopimuspuolelle sopimusrikosta aiheutunut vahinko (reparatiivinen funktio).⁸⁷ Pääomasijoittajan kannalta huomionarvoisin osakassopimus-

⁸³ *Helminen* 1995c s. 90, *Kyläkallio*, DL 1991 s. 138, *Kansmark – Roos* 1994 s. 29, *Lowzow&Reed* 1993 s. 32 ja *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 332. Vrt. kuitenkin KKO 2001:27, jossa korostetaan että sovittelusäännökset ovat poikkeussääntöjä ja KKO 2000:102, jossa korostetaan pacta sunt servanda -periaatetta.

⁸⁴ *Helminen* 1995c s. 91. Osakassopimuksen määräysvaltamääräyksissä huomiota tulee kiinnittää erityisesti sopimuspuolten omistus- ja äänivaltasuhteisiin sopimuksen tekohtekellä sekä niissä sen jälkeen tapahtuneisiin muutoksiin.

⁸⁵ *Hemmo* 2003b s. 65–66, *Hemmo* 2005 s. 132–134, *Helminen* 1995c s. 91 ja e contrario *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 333. Liikesopimusluonteen osalta ks. *Nystén-Haarala* 1998 s. 193: ”Business contracts have moved even more into the sphere of private autonomy.”

⁸⁶ *Wilhelmsson* 1995 s. 107 ja *Hemmo* 2003b s. 67.

⁸⁷ *Taxell* 1972 s. 25, 180, jossa preventiivisen funktion todetaan vahvistavan oikeusvarmuutta ja reparatiivisen funktion vahvistavan oikeussuojaa sopimussuhteessa. Reparatiivinen funktio nähdään lisäksi sopimustehosteiden selvänä päätarkoituksena ja preventiivisen funktion merkitys arvioidaan yliarvostetuksi. Tehosteiden ja sopimusrikon tiivistetyistä määritelmistä ks. *Portin*, JFT 1971 s. 37.

määräykseen perustuva tehoste on sopimussakko. Myös vahingonkorvausta voidaan säännellä sopimusmääräyksellä, mutta sitä voidaan soveltaa yleisenä velvoiteoikeudellisena tehosteena, vaikkei erillistä osakassopimusmääräystä olisikaan. Muista sopimuksen ulkopuolisista tehosteista mahdollisia ovat ainakin luontoissuoritusvaatimus ja osakassopimuksen irtisanominen tai purkaminen.⁸⁸

2.2.5.2 Sopimussakko

Sopimussakko suojaa tehosteena korostetusti osakassopimusrikosta kärsineen sopimuspuolen (sopimusvelkojan) etuja.⁸⁹ Se on pääomasijoittajan etuja monipuolisesti suojaava tehoste, joka varmistaa sopimusrikosta mahdollisesti aiheutuneen vahingon korvaamisen, painostaa muita sopimuspuolia osakassopimuksen oikeaan täyttämiseen sekä nopeuttaa ja yksinkertaistaa riidanratkaisuprosessia.⁹⁰ Sopimussakko on lisäksi tehokas, koska sen käyttäminen edellyttää ainoastaan sopimusvelallisen sopimusrikkoa mutta ei sopimusvelkojalle aiheutunutta vahinkoa, mahdollisen vahingon toteennäyttämistä⁹¹ eikä sopimusvelallisen tuottamusta.⁹²

Sopimussakon määrä on sopimuspuolten päätettävissä eikä se etenkin liikesopimuksissa ole rajoitettu edes sopimusrikosta mahdollisesti aiheutuvaan suurimpaan vahinkoon.⁹³ Niinpä pääomasijoittajan kannattaa määrätä sopimussakko summaltaan pikemmin liian suureksi kuin liian pieneksi.⁹⁴ Pääomasijoittajan tulee myös soveltuvoin tavoin varmistaa mahdolli-

⁸⁸ *Kansmark – Roos* 1994 s. 92.

⁸⁹ *Vihma* 1950 s. 53 ja *Olsen* 1986 s. 38, joka esittää juuri sopimusvelkojan yksipuolisen hyötymisen erottavan sopimussakon määrältään normeeratusta vahingonkorvauksesta, joka huomioi myös sopimusvelallisen etuja. Sopimusvelkojan ja -velallisen käsitteistä ks. *Hemmo* 1994 s. 46–47.

⁹⁰ *Olsen* 1986 s. 30, *Taxell* 1972 s. 442, *Vihma* 1950 s. 46–53 ja *Hemmo* 2003b s. 336–337.

⁹¹ Koska vahinkoa ei tarvitse näyttää syntyneen, ei osakassopimuksen määräysten esittäminen todistelussa aktualisoidu. Sopimussakon käyttö edistää siten osakassopimuksen sallapidettävyyttä ks. *Vihma* 1950 s. 47.

⁹² *Olsen* 1986 s. 130, *Hemmo* 2003b s. 336–337 ja *Taxell* 1972 s. 444–445, jossa tehostevelallisen katsotaan tosin voivan sopimusvaraumalla määrätä tuottamuksen sopimussakon edellytykseksi. Vrt. tuottamusvaatimuksen osalta *Vihma* 1950 s. 196–197, joka jakaa sopimussakot vahingonkorvaus- ja rangaistusluonteisiin ja katsoo vahingonkorvausluonteisen sopimussakon edellytyksenä olevan tehostevelallisen tuottamuksen, *jos vastaava vahingonkorvauskin edellyttäisi tuottamusta* (kurs. tässä). Vrt. *FVCA* 2003 määräys 17.6.1, jossa sopimusrikon olennaisuus on sopimussakon edellytys.

⁹³ *Hemmo* 2003b s. 339.

⁹⁴ *Kansmark – Roos* 1994 s. 93, jossa kantaa perustellaan kokemusperäisyydellä ja *Roos* 1969 s. 376, jonka mukaan suurta sopimussakkoa voidaan perustella osakassopimuksen suurilla taloudellisilla arvoilla.

sesti lankeavan sopimussakon maksaminen. Eräs käyttökelpoinen tapa on osakkeiden panttaus yhtiölle tai sopimuspuolten kesken ristiin sopimussakon maksamisen varmistamiseksi.⁹⁵

Sopimussakkoa voidaan sovittelulla etenkin, jos sopimussakko on suhteetoman suuri sopimusrikosta aiheutuneeseen vahinkoon nähden. Sopimussakon preventiivinen funktio ja painostustarkoitus osakassopimuksen oikeaksi täyttämiseksi ovat kuitenkin painavia vasta-argumentteja myös pääomasijoituksen osakassopimuksen sopimussakkomääräyksen sovittelumahdollisuudelle.⁹⁶

2.2.5.3 Vahingonkorvaus

Vahingonkorvauksen käyttö tehosteena ei sopimussakosta poiketen edellytä eksplisiittistä osakassopimusmääräystä.⁹⁷ Vaikka vahingonkorvauksen edellytyksistä osakassopimusrikko on usein helppo näyttää toteen, on sopimusvelkojan lisäksi pystyttävä osoittamaan aiheutuneen vahingon määrä sekä sopimusrikon ja vahingon syy-yhteys.⁹⁸

Vastuuperusteena on, kuten sopimusperusteisessa vahingonkorvauksessa yleensäkin, sopimusvelallisen ekskulpaatiovastuu, joten tältä osin negatiivinen todistustaakka lankeaa sopimusvelalliselle.⁹⁹ Vahingonkorvauksen suuruuden määrittämisessä sovelletaan lähtökohtaisesti positiivista sopimus-
etua.¹⁰⁰

Erityisesti vahingon määrän¹⁰¹ ja kausaliteetin näyttövaatimus tekevät käytännössä vahingonkorvauksesta pääomasijoittajalle sopimussakkoa vähäarvoisemman tehosteen. Vahingonkorvauksen käyttöarvoa vähentä-

⁹⁵ Werlauff–Nørgaard 1987 s. 388, Lowzow&Reed 1993 s. 275, Kansmark – Roos 1994 s. 93 ja Helminen 1995e s. 87–88.

⁹⁶ Lowzow&Reed 1993 s. 275, Kansmark – Roos 1994 s. 93, Werlauff–Nørgaard 1987 s. 389 ja Helminen 1995c s. 91 viitteineen. Sopimuspuolen tahallisesta sopimusrikosta erityisenä sovittelun esteenä ks. KKO 1995:204.

⁹⁷ Kansmark – Roos 1994 s. 92, Werlauff–Nørgaard 1987 s. 387 ja Roos 1969 s. 373.

⁹⁸ Hemmo 1994 s. 57 ja Lowzow&Reed 1993 s. 274.

⁹⁹ Portin, JFT 1971 s. 43–44 ja Hemmo 1994 s. 10–11. Vastuuperusteista ks. lisäksi Hemmo 1998 s. 50–51, jossa esitetään käännetyin todistustaakan kaventavan olennaisesti ekskulpaatiovastuun eroa kontrollivastuuseen ja ankaraan vastuuseen.

¹⁰⁰ Hemmo 1994 s. 89–90 ja Olsen 1986 s. 34–35, joissa positiivinen sopimusetu yhdistetään vahingonkorvaukseen sitovan sopimuksen tapauksessa ja negatiivinen sopimusetu vahingonkorvaukseen pätemättömän sopimuksen ja *culpa in contrahendo* -tilanteen tapauksissa.

¹⁰¹ Tuomioistuin voi kuitenkin OK 17:6:n nojalla vaikeissa tapauksissa arvioida vahingon määrän kohtuuden mukaan ks. Hemmo 2002 s. 139.

vät lisäksi vahingonkorvauksen yleiset rajoitusperiaatteet, muun muassa sopimusvelkojan myötävaikutus, mahdolliset eksplisiittiset vastuunrajoituslausekkeet, loukatun sopimusmääräyksen suojatarkoitus ja adekvaattisuusvaatimus.¹⁰²

Sopimussakko ei kategorisesti sulje pois saman sopimusrikon perusteella realisoituvaa vahingonkorvausta sopimussakon ylittävältä osalta.¹⁰³ Koska oikeustila kuitenkin vaihtelee mm. sopimustyypin, sopimuspuolten tarkoituksen ja tapauskohtaisten reaalisten argumenttien mukaan, kannattaa pääomasijoittajan epävarmuuden välttämiseksi nimenomaisella sopimusmääräyksellä todeta sopimussakon ylittävän vahingonkorvauksen olevan mahdollinen.¹⁰⁴

2.2.5.4 Luontoissuoritus

Velvoiteoikeuden yleisten oppien mukaan osakassopimusrikosta kärsinyt voi vaatia sopimusrikkojaa suorittamaan sopimusvelvoitteensa *in natura*.¹⁰⁵ Käytännössä osakassopimusvelvoitteita voidaan tehostaa vahvistus- tai suoritustuomiolla.¹⁰⁶

Luontoissuoritus on kuitenkin pääomasijoittajan kannalta suhteellisen vähäarvoinen tehostekeino.¹⁰⁷ Osakassopimuksella määrätyt velvollisuudet ovat ensinnäkin usein sellaisia, että luontoissuoritusvelvollisuutta ei voida soveltaa osakassopimusvelvoitteen laatuun liittyvistä tai suoritusesteperusteisista luontoissuoritusvelvollisuuden rajoitteista johtuen.¹⁰⁸ Niinpä pääomasijoittaja ei voi luontoissuoritusvelvollisuuteen vedoten esimerkiksi

¹⁰² *Portin*, JFT 1971 s. 44 ja *Aurejärvi – Hemmo* 1998 s. 157–160.

¹⁰³ *Vihma* 1950 s. 264. *Aro*, DL 1971 s. 323–324 toteaa lisäksi suomalaistutkijoiden enemmistön sopimusvelkojan intressiin vedoten pitävän sopimussakkoa korvauksen alarajana. Samalla kannalla on *Olsen* 1986 s. 134.

¹⁰⁴ *FVCA* 2003 määräys 17.6.3. Ks. myös *Hemmo* 1994 s. 309–315, jossa todetaan ongelmalliseksi sellainen yleinen velvoiteoikeudellinen presumptiosääntö, jolla määrättäisiin sopimussakon asemasta suhteessa kokonaiskorvauksen ylärajaan. Ks. edelleen mts. 311 av. 133, jossa esitetään oikeustilan olevan kuitenkin vakiintunut sen suhteen, että täysimääräistä sopimussakkoa ja täysimääräistä vahingonkorvausta ei voida kumulatiivisesti vaatia samaan korvauserusteeseen nojautuen ilman nimenomaista kumulaation sallivaa sopimusmääräystä.

¹⁰⁵ *Hemmo* 2003b s. 195 ja *Portin*, DL 1971 s. 39.

¹⁰⁶ *Kansmark – Roos* 1994 s. 99–100.

¹⁰⁷ Ks. myös *Lowzow&Reed* 1993 s. 276, jossa todetaan tuomioistuimeen turvautumisen johtavan erityisesti harvainyhtiöissä osakassopimussuhteen jatkamisen tosiasialliseen hyödyttömyyteen.

¹⁰⁸ Rajoitteista ks. *Hemmo* 2003b s. 195–199.

tehokkaasti velvoittaa perustajaosakkaita työskentelemään kohdeyrityksen hyväksi osakassopimuksessa määrättyä aikaa.¹⁰⁹

Toisaalta perustajaosakkaiden negatiivisten velvoitteiden, kuten esimerkiksi kilpailukiellon tai vaitiolovelvollisuuden, tehostaminen negatiivisella suoritusuomiolla on sinänsä mahdollista mutta tuomion täytäntöönpaneminen UL 6a:16:n perusteella johtaa käytännössä uhkasakon määräämiseen. Sama tehostevaikutus saavutettaneen jo normaalilla sopimussakolla.

2.2.5.5 *Irtisanominen ja purkaminen*

Sopimuspuoli voi velvoiteoikeuden yleisten oppien nojalla sopimusrikon perusteella irtisanoa tai oleellisen sopimusrikon perusteella purkaa pääomasijoituksen osakassopimuksen. Osakassopimuksen irtisanominen tai purkaminen ei kuitenkaan vaikuta kohdeyrityksen omistussuhteisiin.¹¹⁰ Siten pääomasijoittaja jää osakassopimuksen irtisanoessaan tai purkaessaan edelleen vähemmistöosakkaaksi kohdeyritykseen ja menettää osakassopimuksen tarjoaman lakisääteistä vähemmistösuojaa laajemman turvan. Siksi pääomasijoittajan intressissä lienee äärimmäisen harvoin osakassopimuksen irtisanominen tai purkaminen.

2.2.6 *Tulkinta*

2.2.6.1 *Eri oikeudenalojen vaikutus*

Nimenomaisen laintasaisen osakassopimuksen sääntelyn puuttuessa on perusteltua soveltaa osakassopimukseen lähtökohtaisesti yleisiä sopimus-oikeudellisia sääntöjä ja periaatteita. Siksi myös osakassopimuksen tulkinnaissa velvoiteoikeudelliset tulkintaperiaatteet ja -säännöt ovat ensisijaisia.¹¹¹

Osakassopimuksella määrätään usein kysymyksistä, joista voidaan sopia myös yhtiöjärjestyksessä tai joista on olemassa dispositiivista osakeyhtiöoikeudellista sääntelyä. Yhtiöoikeudellisia sääntöjä ja periaatteita ei

¹⁰⁹ Kyse on erityistäyttyöisestä tekemisvelvollisuudesta ks. *Havansi* 2000 s. 134.

¹¹⁰ *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 390. Purkamisen tai irtisanomisen vaihtoehtona osakassopimuksessa voitaneen kuitenkin määrätä, että sopimusta rikkonut sopimuspuoli on velvollinen tarjoamaan osakkeensa muiden osakkaiden lunastettavaksi ja siten poistumaan sopimuspuolten piiristä ks. *Kansmark – Roos* 1994 s. 95. Näin vältetään tilanne, jossa sopimusrikkoja säilyttää omistuksensa yhtiössä mutta vapautuu irtisanomisen tai purkamisen kautta osakassopimuksen velvoitteista.

¹¹¹ *Ämmälä* 1995 s. 39 ja *Lowzow & Reed* 1993 s. 20.

voida tällöin sivuuttaa ainoastaan velvoiteoikeuden etusijan nojalla, vaan myös yhtiöoikeudellinen tulkintanäkökulman olemassaolo on huomioitava osakassopimuksen ja kohdeyrityksen läheisyyden perusteella.¹¹²

Mikäli osakassopimuksen määräys poikkeaa absoluuttisesta yhtiöoikeudellisesta säännöksestä, ei kysymys tulkinnasta aktualisoidu: lainsäädännöstä on noudatettava ja se sivuuttaa automaattisesti sopimusmääräyksen.¹¹³

2.2.6.2 Pääsääntönä osapuolisuuntautunut objektiivinen tulkinta

Pääomasijoituksen osakassopimukseen sovelletaan ensisijaisesti osapuolisuuntautunutta¹¹⁴ objektiivista tulkintaa.¹¹⁵ Sopimuspuolten tarkoittama sopimussisältö pyritään saamaan selville tarkastelemalla sopimuspuolten kirjallista disponointiaineistoa ja oikeudellisesti relevanttia käyttäytymistä rationaalisen ulkopuolisen tarkkailijan normaalin käsityksen näkökulmasta.¹¹⁶

Pääomasijoituksen osakassopimuksen objektiivisessa tulkinnassa disponointiaineiston kielellisellä asulla on ensisijainen tulkintavaikutus. Yksittäistä sopimusmääräystä on tulkittava suhteessa ympäröiviin sopimusmääräyksiin ja määräyksen systemaattiseen sijaintiin disponointiaineistossa. Lisäksi tulkinnassa on osakassopimuksen kaikille määräyksille annettava mahdollisuuksien mukaan merkitystä. Objektiivinen tulkinta on siten kokonaisvaltaista toimintaa sopimussisällön selvittämiseksi.¹¹⁷

2.2.6.3 Subjekttiivinen ja tavoitteellinen tulkinta toissijaisina periaatteina

Subjekttiivisen tulkinnan eli sopimuspuolen tosiasiallisen ymmärryksen käyttäminen sopimussisällön määrittämiseen on pääomasijoituksen osakassopi-

¹¹² *Ämmälä* 1995 s. 44 ja *Helminen* 1995e s. 54. Osakassopimuksen, OYL:n ja yhtiöjärjestyksen välisestä suhteesta ks. jäljempänä jakso 2.3.

¹¹³ *Hemmo* 2003a s. 634–635 ja *Ämmälä* 1995 s. 56.

¹¹⁴ Osapuolisuuntautuneesta ja tavoitteellisesta tulkinnasta tulkintatapojen pääryhminä ks. *Hemmo* 2003a s. 602–604.

¹¹⁵ *Nystén-Haarala* 1998 s. 164–165, *Lowzow&Reed* 1993 s. 28 ja *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 332. Objektiivisesta ja subjekttiivisesta tulkinnasta osapuolisuuntautuneen tulkinnan pääryhminä ks. *Huhtamäki* 1993 s. 31, *Hemmo* 2003a s. 602–603 ja *Saarnilehto* 1996 s. 113.

¹¹⁶ *Hemmo* 2003a s. 604–605 ja *Ämmälä* 1995 s. 42.

¹¹⁷ *Hemmo* 2003a s. 584, 607, 609 ja 618, *Saarnilehto* 1996 s. 114, *Ämmälä* 1995 s. 49, 51 ja 58, *Nystén-Haarala* 1998 s. 165 ja *Huhtamäki* 1993 s. 33. Kokonaisvaltaisen tulkintatavan soveltamisesta ks. KKO 1999:33.

muksissa harvinaista¹¹⁸ ja voinee aktualisoitua lähinnä harvoissa kaikille sopimuspuolille piilevän dissenssin tai osalle avoimen ja osalle piilevän dissenssin tapauksissa.¹¹⁹ Joka tapauksessa yhden sopimuspuolen (piilevän) tarkoituksen asettamiseen etusijalle vaaditaan erityisiä perusteita,¹²⁰ koska osakassopimuksen sanamuodolla on vahva presumtiivinen asema ja poikkeava tulkinta edellyttää vahvaa näyttöä sopimuspuolen tarkoituksesta.¹²¹

Pääomasijoituksen osakassopimuksissa, joissa kirjallinen muoto on yleisesti vahvasti presumoitu, sopimuksen sanamuodosta poikkeamista sopimuspuolen piilevän tarkoituksen hyväksi on vaikea perustella.¹²²

Pääomasijoituksen osakassopimuksissa tavoitteellinen tulkinta on toisijaista; siihen turvaututaan yleensä vain jos osapuolisuuntautunut tulkinta ei johda tulokseen.¹²³ Tavoitteellinen tulkinta voi perustua ensinnäkin dispositiivisten lakiperusteisten normien hyödyntämiseen. Pääomasijoituksen osakassopimuksissa sopimuspuolten tosiasiallinen voimatasapaino kuitenkin vähentää tämän tulkintatavan painoarvoa.¹²⁴ Toisena keinona tavoitteellisessa tulkinnassa voidaan käyttää oikeuspoliittisesti sävyttyneitä tulkintasääntöjä.¹²⁵ Tulkintasääntöjen joukossa suurin käytännön merkitys on epäselvyyssäännöllä. Muiden sääntöjen merkitys on vähäinen.¹²⁶

¹¹⁸ *Saarnilehto* 1996 s. 113 ja *Ämmälä* 1995 s. 42.

¹¹⁹ Dissenssimääritelmistä ks. *Hemmo* 2003a s. 606.

¹²⁰ *Hemmo* 2003a s. 606–607. Eräs peruste voi olla sopimuspuolen tietoisuus toisen sopimuspuolen (piilevästä) tarkoituksesta. Tietoisuuden arvioinnissa on huomioitava mm. sopimuspuolten käyttäytyminen sopimusneuvotteluissa, sopimuspuolten välinen käytäntö, alan yleiset sopimuskäytännöt ja sopimuspuolen myöhempi käyttäytyminen, ks. mts. 624–626 ja soveltaen *Ämmälä* 1995 s. 51–52.

¹²¹ *Hemmo* 2003a s. 608 ja 624. Ks. sanamuodon vastaiseen tulkintaan vetoavan näyttötaakasta ja korkealle asetetusta näyttökynnyksestä KKO 1999:68.

¹²² Olettaen, ettei käsillä ole OikTL 32.1 §:n ilmaisuerehdystilanne.

¹²³ *Hemmo* 2003a s. 632. Vrt. *Ämmälä* 1995 s. 65, jonka mukaan ainakin epäselvyyssääntö on oikeuskäytännössä tapauksessa KKO 1994:108 rinnastettu tulkintaperiaatteisiin pitämättä sitä viimekätisenä tulkintavälineenä.

¹²⁴ *Hemmo* 2003a s. 634–636. Etenkin perustajaosakastaholle vetoaminen osakassopimuksen mahdolliseen vakiosopimusluonteeseen voi lisätä dispositiivisen lainsäädännön tulkintapainoarvoa. Painoarvoa vähentää kuitenkin osakassopimuksen liikesopimusluonne samoin kuin analogiseen tulkintaan käyttökelpoisen lainsäädännön vähäisyys.

¹²⁵ *Hemmo* 2003a s. 632, jonka mukaan tällaisia sääntöjä ovat minimi-, tavallisuus-, kohtuus- ja epäselvyyssääntö sekä suppean tulkinnan käyttäminen. Vrt. *Ämmälä* 1995 s. 43, joka toteaa mainittuja sääntöjä voitavan käyttää osakassopimuksen tulkinnassa mutta ei lausu eksplisiittisesti mitään sääntöjen toissijaisuudesta osapuolisuuntautuneeseen objektiiviseen tulkintaan nähden.

¹²⁶ Vrt. *Ämmälä* 1995 s. 67, jonka mukaan kohtuus- ja pätevyyssääntö ovat kuitenkin osakassopimuksen tulkinnassa sovellettavissa jopa osakassopimustulkinnan peruseriaatteita ilmentävinä. Mainittujen sääntöjen käytön yleisyydestä *Ämmälä* ei kuitenkaan lausu mitään.

2.2.6.4 Pääomasijoittajan on huomioitava epäselvyyssäännön merkitys

Epäselvyyssäännöllä eli *in dubio contra stipulatorem* -säännöllä tarkoitetaan epäselvän¹²⁷ sopimusmääräyksen tulkitsemista määräyksen laatineen sopimuspuolen vahingoksi. Sääntö soveltuu osakassopimuksen tulkintaan, mikäli osakassopimuksen on laatinut yksin joku sopimuspuolista. Sääntöä voidaan kuitenkin soveltaa myös yksittäisiin sopimusmääräyksiin. Lisäksi osakassopimuksen kirjallista muotoa voidaan pitää säännön käyttämisedellytyksenä. Osakassopimuksen vakioehtoisuus ei ole edellytys ehdon käyttämiselle vaan sääntö soveltuu yksilöllisiinkin osakassopimuksiin.¹²⁸

Pääomasijoitussuhteen osakassopimuksessa pääomasijoittaja on usein osakassopimuksen laatija ja kirjallinen muoto on vahva pääsääntö, joten epäselvyyssääntö muodostaa pääomasijoittajan kannalta tulkintariskin. Riskiä voidaan vähentää sopimusmääräysten selkeällä formuloinnilla ja ainakin keskeisimpien sopimuskäsitteiden tarkoilla määrittelyillä.¹²⁹

2.2.6.5 Osakassopimuksen tulkinta-aineiston laajuus

Osakassopimusasiakirja on keskeisin tulkinnassa käytettävä lähde. Sopimusasiakirjan mahdollisia liitteitä tulkitaan sopimusasiakirjan tavoin, ellei liitteitä ole sopimusasiakirjassa erikseen poissuljettu. Sopimusneuvottelujen aikana kertynyt aineisto voi myös selventää sopimuspuolen tarkoitusta tulkinnanvaraisen sopimusmääräyksen osalta. Jos sopimuspuolet ovat aiemmin tehneet samankaltaisia sopimuksia, voi aiemmalla sopimuskäytännöllä olla merkitystä tulkinnassa. Tällöin aiempien sopimusten tulee sekä ajallisen yhteyden että sisällöllisen samankaltaisuuden osalta olla riittävän läheisiä viimeisimmän osakassopimuksen kanssa. Myös rahoitusalan yleiset sopimuskäytännöt ja muiden vastaavien osakassopimusten sisältö ovat mahdollisia tulkintalähteitä.¹³⁰

Pääomasijoittamisen osakassopimuksissa itse osakassopimusasiakirja muodostaa tärkeimmän tulkinta-aineiston joko eksplisiittisesti määrätyn tai ainakin presumoidun kirjallisen muotovarauman perusteella. Sopimus-

¹²⁷ On vaikea antaa yksiselitteistä vastausta siihen keskeiseen kysymykseen, milloin osakassopimusmääräys on säännön edellyttämän tavoin epäselvä. Johtoa voidaan hakea rationaalisen henkilön näkökulmasta ja oikeuskäytännöstä. Viime kädessä ratkaisut on kuitenkin tehtävä *in casu*. Kysymyksestä ks. *Hemmo* 2003a s. 642–647.

¹²⁸ *Ämmälä* 1995 s. 64–66, *Hemmo* 2003a s. 638–641 ja *Saarnilehto* 1996 s. 115. Epäselvyyssäännön soveltumisesta yksilölliseen sopimukseen ks. KKO 1996:19.

¹²⁹ Käsitteiden määrittelyistä ks. *FVCA* 2003 määräys 3.1.

¹³⁰ *Hemmo* 2003a s. 584–595 ja *Ämmälä* 1995 s. 51.

asiakirjan osalta tulkinta-aineistoa rajataan usein integraatiolausekkeella¹³¹. Sen perusteella ei kuitenkaan kokonaan voida sivuuttaa esimerkiksi sopimusneuvottelujen vaikutusta tulkinnassa.¹³² Käytettävästä lisätulkinta-aineistosta ja sen keskinäisestä soveltamisjärjestyksestä voidaan lisäksi määrätä eksplisiittisesti. Esimerkiksi osakassopimuksen erikseen lueteltuja liitteitä ja kohdeyrityksen yhtiöjärjestystä voidaan määrätä tietyssä järjestyksessä käytettäväksi tulkintalähteinä.¹³³

2.3 Osakassopimus ja muu yhtiöoikeudellinen sääntely

2.3.1 Osakassopimuksen vaikutus yhtiöelinten päätöksiin

Osakassopimuksen ja yhtiöoikeudellisten päätösten hierarkiasuhteen kiistaton yleinen pääsääntö on, että laillisessa järjestyksessä tehdyt yhtiöoikeudelliset yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset ovat päteviä osakassopimusmääräyksistä riippumatta. Kohdeyrityksen yhtiöelinten OYL:n ja yhtiöjärjestyksen mukaisista päätöksistä ei siten voi tulla yhtiöoikeudellisesti pätemättömiä ainoastaan sillä perusteella, että ne ovat velvoiteoikeudellisesti tehokkaan pääomasijoituksen osakassopimuksen määräysten vastaisia.¹³⁴

¹³¹ Av. 50.

¹³² *Hemmo* 2003a s. 599.

¹³³ *FVCA* 2003 määräys 17.4.2, jossa todetaan liitteiden ja yhtiöjärjestyksen täydentävän osakassopimusta. Osakassopimuksen täydentämisen ja tulkinnan raja ei ole selvä, ja täydentämisen voidaan katsoa kuuluvan osana laajassa mielessä määriteltyyn tulkintaan, ks. *Ämmälä* 1995 s. 50. Vrt. *Hemmo* 2003a s. 658, jonka mukaan sopimuksen ”täydentäminen tapahtuu nimenomaan lakiperustaisten normien tuella”.

¹³⁴ *Kyläkallio*, DL 1991 s. 141, *Lauriala* 2001 s. 113, *Lowzow&Reed* 1993 s. 49 ja epävarmempi kanta *Kansman – Roos* s. 31. Vrt. toisin *Huttunen* 1995 s. 175, joka katsoo, että OYL 9:16:n yleissäännön nojalla saattaa osakassopimuksen vastainen yhtiökokouksen päätös olla pätemätön. Ison-Britannian oikeuden osalta vrt. toisin *Stedman – Jones* 1994 s. 51, jonka mukaan osakassopimus, jossa kaikki osakkaat ovat sopimuspuolia, rinnastuu yhtiökokouksen päätökseen. Toinen asia on, että osakassopimuksen rikkominen sanktioidaan säännönmukaisesti niin tehokkaasti, että sopimuksen tietoinen rikkominen on varsin harvoin kannattavaa. Oikeuskäytännöstä ks. HHO 5.5.1971 V 1968/546 ja HHO 9.10.1985 S 1984/510 (KKO 8.4.1986 n:o 1198: ei valituslupaa) sekä samaan yritysryhmään kohdistuneet tapaukset HHO 9.10.1985 S 1984/512 ja 523, joissa vahvistetaan osakassopimusten yhtiöoikeudellinen vaikutuksettomuus pääsääntönä.

2.3.2 OYL:n vaikutus osakassopimuksen velvoiteoikeudelliseen sitovuuteen

OYL:n absoluuttiset säännökset¹³⁵ tulevat itsestäänselvästi sovellettavaksi riippumatta osakassopimuksen määräyksistä. Tällaisten säännösten vastaiset osakassopimusmääräykset ovat pääsääntöisesti velvoiteoikeudellisesti *inter partes* mitättömiä.¹³⁶

Poikkeuksen saattaa joskus muodostaa tilanne, jossa kohdeyritys ja kaikki osakkaat ovat osakassopimuksen sopimuspuolia ja kannattavat yksimielisesti OYL:n pakottavasta säännöksestä poikkeavaa päätöstä.¹³⁷ Tällainen tilanne on kuitenkin pääomasijoitusten kannalta triviaali, koska pääomasijoittaja voi estää itselleen haitallisen päätöksen syntymisen yksinkertaisesti äänestämällä yhtiöelimen päätöksenteossa muita osakkaita vastaan. Toisaalta on myöskään hankalasti ajateltavissa, että pääomasijoittaja voisi muiden osakkaiden tuella hyödyntää mainittua poikkeusmahdollisuutta esimerkiksi ulkopuolisen velkojan asemaa suojaavien OYL:n säännösten murtamiseen.¹³⁸ Kuvattu poikkeus on siten tosiasiallisesti vaikutukseton pääomasijoituksen osakassopimuksissa.

Dispositiiviset OYL:n säännökset¹³⁹ sen sijaan väistyvät pääsääntöisesti vastaavien osakassopimusmääräysten edestä.¹⁴⁰ Tällä perusteella esimerkiksi OYL:n vähemmistönsuojasäännöksistä voidaan pääomasijoituksen osakassopimuksessa poiketa pääomasijoittajan hyväksi.

¹³⁵ Säännösten absoluuttisuus ei eksplisiittisesti ilmene lakitekstistä. Ratkaisu on tehtävä in casu säännöksen sanamuodon, merkityssisällön ja tarkoituksen pohjalta ks. *Huttunen* 1984 s. 20. Absoluuttisiksi voidaan yleisesti luonnehtia OYL:n säännöksiä, joita ei voi sivuuttaa edes kaikkien osakkeenomistajien suostumuksella ks. mts. 402–405.

¹³⁶ *Kansmark – Roos* 1994 s. 33 ja *Helminen* 1995e s. 52–54. Tällöin osakassopimuksen tulkintaa ohjaavat yhtiöoikeudelliset säännöt ja periaatteet.

¹³⁷ Poikkeusmahdollisuus lienee kuitenkin harvinainen ks. *Helminen* 1995e s. 55.

¹³⁸ Pääomasijoittajalle on yleisesti tärkeää säilyttää maineensa ja toimintamahdollisuutensa rahoitusmarkkinoilla myös ulkopuolisten rahoittajien suhteen. Ks. soveltaen neuvotteluvoimasta *Hemmo* 2005 s. 20–24.

¹³⁹ OYL:n dispositiivisten säännösten erästä luettelosta ks. *Koski – af Schultén* 1998 s. 56 av. 2. Ks. myös e contrario *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 204, jossa pakottaviksi OYL:n säännöksiksi mainitaan velkojiensuojaa, osakeyhtiön vastuuta kolmannelle sekä osakeyhtiön tietojen ja toimien rekisteröintiä koskevat säännökset.

¹⁴⁰ *Helminen* 1995e s. 53.

2.3.3 Yhtiöjärjestyksen vaikutus osakassopimuksen velvoiteoikeudelliseen sitovuuteen

Yhtiöjärjestys on pakollisten määräystensä¹⁴¹ osalta yhtiöoikeudellisessa säädöshierarkiassa OYL:n absoluuttisten säännösten alapuolella mutta osakassopimusmääräysten yläpuolella.¹⁴² Yhtiöoikeudellisesti yhtiöjärjestyksen määräykset syrjäyttävät siten lähtökohtaisesti pääomasijoituksen osakassopimuksen määräykset.¹⁴³ Yhtiöjärjestyksen velvoiteoikeudellinen vaikutus eroaa kuitenkin sen yhtiöoikeudellisesta vaikutuksesta.

Pääomasijoituksen kohdeyritys on sopimuspuoliasemansa perusteella yleensä sidottu osakassopimukseen, vaikka osakassopimus olisikin ristiriidassa yhtiöjärjestyksen kanssa.¹⁴⁴ Sama pääsääntö pätee myös yleisemmin sopimuspuolten välillä.¹⁴⁵ Tässä mielessä yhtiöjärjestyksen velvoiteoikeudellinen läpäisyvoima suhteessa pääomasijoituksen osakassopimukseen on siis heikompi kuin OYL:n pakottavien säännösten.

Pääomasijoittajan on huomioitava, että vaikka osakassopimuksella voidaankin velvoiteoikeudellisesti pätevästi säännellä yhtiön asioita yhtiöjärjestyksestä poiketen, on osakassopimusmääräysten kuitenkin aina oltava sopusoinnussa OYL:n absoluuttisten säännösten eli säännöshierarkian ylimmän portaan kanssa.

¹⁴¹ Perusyhtiöjärjestyksen pakolliset määräykset luetellaan OYL 2:3:ssa.

¹⁴² *Havansi* 1979 s. 378–379.

¹⁴³ Varmistaakseen osakassopimuksen määräyksille yhtiöoikeudellisen täytäntöönpannavuuden pääomasijoittajan on siten varmistuttava yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen yhteensopivuudesta ks. *Norri* 1997 s. 367–368 ja *Kyläkallio*, DL 1991 s. 141. Pääomasijoituksen osakassopimuksessa voidaan sopia yhtiöjärjestyksen uusimisesta tai muuttamisesta osakassopimuksen voimaantulon yhteydessä ks. *FVCA* 2003 määräys 2.3.1.

¹⁴⁴ *Helminen* 1995e s. 64–65. Pääsääntöön on kuitenkin poikkeuksia, mm. osakassopimusmääräys, jossa kohdeyritys sitoutuu valitsemaan tietyn henkilön hallitukseensa, ei sido kohdeyritystä, koska se ei voi osallistua yhtiökokoukseensa, vaikka omistaisikin omia osakeitaan ks. OYL 9:1.3.

¹⁴⁵ *Lowzow&Reed* 1993 s. 29, 40, 41, joka toteaa lisäksi yhtiöjärjestyksen toimivan ristiriitatilanteessa osakassopimuksen tulkinta-aineistona, *Werlauff – Nørgaard* 1987 s. 348, jossa kanta esitetään luovutusrajoitusmääräyksiä esimerkkinä käyttäen, *Helminen* 1995e s. 66 ja *FVCA* 2003 määräys 17.4.2, jonka mukaan ristiriitatilanteissa osakassopimuksen määräyksiä sovelletaan ennen yhtiöjärjestystä. Vrt. toisin *Kansmark – Roos* 1994 s. 32, jossa kanta tosin esitetään epäröivän sävyin. Oikeustilan voi siis tuskin sanoa olevan kysymyksen osalta täysin vakiintunut.

2.3.4 Yhtiöjärjestyksen ja osakassopimuksen vertailua sääntelyvälineinä

Yhtiöjärjestyksen muutos tulee voimaan ja samalla julkiseksi, kun se rekisteröidään kaupparekisteriin.¹⁴⁶ Osakassopimus taas on ei-julkinen asiakirja ja siihen voidaan lisäksi ottaa erikseen sopimuspuolia sitovia salassapitomääräyksiä. Pääomasijoittajan kannalta osakassopimuksen ei-julkisuus on välttämätön ominaisuus ja puoltaa yleissääntönä osakassopimuksen käyttöä yhtiöjärjestyksen sijaan, jos mahdollista.¹⁴⁷ Tyypillisiä pääomasijoittajan salassa pidettäväksi haluamia määräyksiä ovat mm. kohdeyrityksen arvostuskysymykset, sijoituksen suunniteltu kesto, suunnitellut irtautumisehdot tai osakassopimukseen mahdollisesti sisältyvä tieto kohdeyrityksen immateriaalioikeuksista.

Osakassopimusta on myös lähtökohtaisesti yhtiöjärjestyksestä helpompi muuttaa, koska muutoksen ei tarvitse tapahtua yhtiökokouksessa.¹⁴⁸ Ja vaikka pääomasijoituksen osakassopimuksen muuttaminen vaatiikin tyypillisesti kaikkien sopimuspuolten suostumuksen, tulee muutos voimaan heti eikä erillistä rekisteröintiä tarvita.¹⁴⁹

Myös tulkintamielessä osakassopimuksen voidaan katsoa olevan pääomasijoittajan kannalta yhtiöjärjestyksestä edullisempi sääntelyväline. Yhtiöjärjestyksen tulkinnassa ei voida huomioida sopimuspuolten tarkoitusta samalla tavoin, kuin osakassopimuksen velvoiteoikeudellisessa tulkinnassa. Yhtiöjärjestyksestä tulkitaan yhtiöoikeudellisista lähtökohdista eli sanamuodon mukaan suppeasti ja kokonaisuudessaan osakassopimusta objektiivisemmin.¹⁵⁰

Sovittelun mahdollisuus muodostaa pääomasijoittajan kannalta lähtökohtaisesti suuremman riskin osakassopimuksen kuin yhtiöjärjestyksen osalta. Yhtiöjärjestyksen sovittelu on poikkeuksellista velvoiteoikeudelliseen oikeustoimen sovitteluun verrattuna, vaikka OikTL 36 § yhtiöjärjestykseen soveltuukin.¹⁵¹ Yhtiöjärjestyksen määräyksiä ei voida sovitella sopimuspuolten henkilökohtaisten olosuhteiden perusteella ja yhtiöjärjes-

¹⁴⁶ Norri 1997 s. 482 ja Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio 2002 s. 156.

¹⁴⁷ Werlauff – Nørgaard 1987 s. 335 ja Lauriala 2004 s. 159.

¹⁴⁸ Lowzow & Reed 1993 s. 26 ja Helminen 1995e s. 61, jonka mukaan osakassopimuksen muuttamisen etuja ovat kustannustehokkuus, nopeus ja yksinkertaisuus.

¹⁴⁹ Vrt. OYL 9:14.2.

¹⁵⁰ Werlauff – Nørgaard 1987 s. 51, 288, Lowzow & Reed 1993 s. 29 ja Ämmälä 1995 s. 68.

¹⁵¹ Helminen 1995c s. 94, Wilhelmsson 1995 s. 102, Hemmo 2003b s. 44, HE 247/1981 vp s. 10 sekä KKO 1990:171 ja KKO 1999:42, joissa OikTL 36 §:n vahvistettiin soveltuvan vesivoimayhtiön (1990) ja asunto-osakeyhtiön (1999) yhtiöjärjestyksen sovitteluun.

tyksen laatijoiden tarkoituksella on sovittelulle vähäinen merkitys.¹⁵² On kuitenkin muistettava, että pääomasijoituksen osakassopimuksen velvoiteoikeudellinen sovittelukynnys on korkeampi kuin yleinen velvoiteoikeudellinen sovittelukynnys.

2.4 Pääomasijoittajan motiivit osakassopimuksen käyttämiseksi

2.4.1 Motiivien ryhmittelystä

Pääomasijoittajan motiivit osakassopimuksen käyttämiseksi voidaan jakaa kahteen ryhmään. Osakassopimus on pääomasijoittajalle yhtäältä sijoituksen riskienhallintaväline ja toisaalta kontrolliväline.¹⁵³ Pääomasijoittajan riskienhallinnan ensisijaisena tavoitteena voidaan pitää sijoitetun pääomapanoksen säilymistä. Riskienhallinta konkretisoidaan käyttämällä osakassopimusta sopimuspuolten välisenä riskienjakovälineenä.¹⁵⁴

Osakassopimuksen kontrollifunktion avulla pääomasijoittaja pyrkii hallitusti päätavoitteisiinsa eli kohdeyrityksen arvon kasvattamiseen ja menestyksekkääseen irtautumiseen osakeomistuksestaan. Kyseessä on kohdeyrityksen toiminnan operatiivisen johdon kontrollointi.¹⁵⁵ Pääomasijoittajan kontrolli on lievimmässä muodossaan passiivista perustuen osakassopimuksen informaatiokovenanteihin¹⁵⁶. Kontrolli muuttuu aktiiviseksi esimerkiksi hallitustyöskentelyyn oikeuttavan osakassopimusmääräyksen kautta. Aktiivisesta kontrolliasemasta seuraa pääomasijoittajan juridisen riskin kasvu osakeyhtiöoikeudellisen vahingonkorvausvastuun mielessä.¹⁵⁷

¹⁵² Helminen 1995c s. 95 ja Werlauff – Nørgaard 1987 s. 333.

¹⁵³ Lauriala 2004 s. 160. Erottelu on jossain määrin konstruktiiivinen, sillä tehokkaan kontrollin suuntaaminen kohdeyritykseen toimii jo itsessään eräänlaisena riskienhallinnan välineenä.

¹⁵⁴ Nystén-Haarala 1998 s. 102 ja Lauriala 2004 s. 160.

¹⁵⁵ Lauriala 2001 s. 120, jossa mainitaan toisena kontrollin muotona velkojan velalliseen kohdistama taloudellinen kontrolli. Kontrolliteorioista ks. mts. 122 ja Huhtamäki 1993 s. 168–176. Ks. Anthony – Govindarajan 1998 s. 2, jossa esitetyssä yleisessä yrityksen kontrollijärjestelmän kuvauksessa osakassopimusta tulisi pitää lähinnä efektorina (*effector*), jonka avulla vaikutetaan kontrolloitavan kohteen käyttäytymiseen tarvittaessa.

¹⁵⁶ Werlauff – Nørgaard 1987 s. 367–369 ja Stedman – Jones 1994 s. 112, 303.

¹⁵⁷ Lauriala 2001 s. 96–97 ja Savela 1999 s. 8. Pääomasijoittajan hallitusasemasta johtuva yhtiöoikeudellinen vahingonkorvausvastuu perustuu OYL 15:1:ään.

Osakassopimus riskienhallintavälineenä tarjoaa pääomasijoittajalle reaktiomahdollisuuden tappion välttämiseksi tai ainakin minimoimiseksi, jos kohdeyrityksen kehitystä ei saada liiketoimintasuunnitelman muotoon kirjoitetun ennakkosuunnittelun mukaiseksi osakassopimusta kontrollivälineenä käyttäen.

2.4.2 Osakassopimus kontrollivälineenä

2.4.2.1 Asymmetrisen informaation¹⁵⁸ ongelman lievittäminen

Pääomasijoittajan haasteena on asymmetrisen informaation aiheuttama kohdeyrityksen johdon ja perustajaosakkaiden mahdollisuus opportunistiseen ja pääomasijoituksen arvoa uhkaavaan käyttäytymiseen. Perusasetelmassa päämiesasemassa olevan pääomasijoittajan omistus on eriytynyt kohdeyrityksen toimivan johdon, tyypillisesti perustajaosakkaiden, vallankäytöstä.¹⁵⁹ Osakassopimus on tällöin pääomasijoittajalle tärkeä väline opportunistista käyttäytymistä hillitsevän valvonnan toteuttamisessa. Sopimuksella vähennetään agenttikustannuksia siirtämällä kontrollin painopiste päämiehen asemassa olevan pääomasijoittajan puolelle.¹⁶⁰ Valvontakustannusten vähentämiseksi voidaan osakassopimukseen ottaa toimitusjohtajaa velvoittavia raportointimääräyksiä, antaa pääomasijoittajalle mahdollisuus nimetä edustus kohdeyrityksen hallitukseen¹⁶¹ tai sopia johdolle suunnatuista kannustinjärjestelystä.

Kannustinjärjestelyiden, kuten osakeoptioiden, käytöllä yhtenäistetään agentin ja päämiehen edut, jolloin houkutus opportunistiseen toimintaan vähenee tai lakkaa kokonaan. Osakeoptioiden haittana voi olla liian suureen riskinottoon kannustaminen tai osakkeen arvon kehityksen irtautuminen johdon luomasta lisäarvosta esimerkiksi toimialan suotuisan yleisen markkinatilanteen takia.

2.4.2.2 Perustajaosakkaiden sitouttaminen kohdeyrityksen toimintaan

Pääomasijoittaja voi osakassopimukseen sisällytettävillä kannustinjärjestelyillä saavuttaa myös perustajaosakkaiden ajallisen sitouttamisen kohdeyrityksen toimintaan. Osakassopimuksella ehkäistään tällöin pääomasijoittajan kannalta epäsuotuisa kvalitatiivinen omistusrakenteen muutos.

Kannustinjärjestelyjen rinnalla käytetään osakassopimuksen luovutusrajoitusmääräyksiä. Näillä estetään perustajaosakkaan osakkeiden siirtyminen ei-toivottujen tahojen haltuun ja samalla sementoidaan perustajaosakkaiden asema kohdeyrityksessä.

2.4.2.3 Alkuperäisen sijoituksen mukaisen valta-aseman turvaaminen

Pääomasijoittajan on varmistuttava alkuperäisen sijoitussuunnitelman mukaisen valta-aseman säilymisestä kohdeyrityksessä koko sijoitusperiodin ajan. Kyse on pääomasijoittajan suojautumisen omistusrakenteen epäsuotuisaa kvantitatiivista muutosta vastaan. Osakassopimuksen kontrollifunktio ilmenee tällöin päätösvallan tehokkaana hajauttamisena pääomasijoittajan edut huomioivalla tavalla.¹⁶²

Pääomasijoittaja turvaa valta-asemansa kvantitatiivisessa mielessä esimerkiksi etuoikeudella sijoitukseen jatkorahoituskierroksella.¹⁶³ Erimuotoiset diluutiosuojamääräykset ovat toinen keskeinen osakassopimusmääräystyyppi suojautumisen välineenä.¹⁶⁴

Kvalitatiivisessa mielessä pääomasijoittajan valta-asemaa suojaa esimerkiksi osakassopimuksen etuostolauseke. Sen avulla pääomasijoittaja kontrolloi omistuksen siirtymiä perustajaosakkaiden päätettyä irtautua omistuksestaan.

2.4.3 Osakassopimus riskienhallintavälineenä

2.4.3.1 Aktiivinen riskienhallinta

Pääomasijoittaja voi päätöksenteossaan tulla tilanteeseen, jossa ennenaikainen irtautuminen kohdeyrityksen vähemmistöomistuksesta käy välttämättömäksi. Tämä voi johtua pääomasijoittajan sisäisen sijoitusriskin kasvamisesta tai kohdeyrityksen riskien kohoamisesta yli pääomasijoittajan sietorajan. Pääomasijoittaja voi tällöin käyttää osakassopimuksen myötämyyntivelvollisuusmääräystä tai anti-lockout-määräystä riskinhallintaan.

¹⁵⁸ Ainakin yhdellä sopimuspuolella (tyypillisesti operatiivisella johdolla) on parempaa tai sellaista tietoa, jota muilla sopimuspuolilla (tyypillisesti pääomasijoittajalla) ei ole ks. *Villa* 2001 s. 26–27.

¹⁵⁹ *Lauriala* 2004 s. 150. Vaikka sijoittajalla ja perustajaosakkailla onkin yhteisenä tavoitteena kohdeyrityksen arvon kasvattaminen, voi toimiva johto pyrkiä tämän lisäksi suurentamaan osuuttaan kohdeyrityksen menestyksestä esim. parempien palkkaetujen tai muulla tavoin lisättyjen etuuksien muodossa. Vrt. *Lauriala* 2001 s. 53–56, jossa esitetyssä käänteisessä päämies–agentti–asetelmassa pääomasijoittaja on agentti, nyt toimiala-asiantunteuksensa perusteella.

¹⁶⁰ *Sahlman*, *Journal of Financial Economics* 1990 passim. Päämies–agentti-teoriasta ks. *Anthony – Govindarajan* 1998 s. 527–531 ja *Kanniainen* 1996 s. 99–102.

¹⁶¹ *FVCA* 2003 määräykset 11.2.2 (raportointi) ja 11.1.1.2 (hallituksen jäsenyys). Hallituksen jäsenyys oikeuttaa ja velvoittaa passiivisen tiedonsaannin lisäksi luonnollisesti normaaliin hallitusjäsenen aktiiviseen päätöksentekoon.

¹⁶² *Roos* 1969 s. 141.

¹⁶³ Englanniksi *right of first refusal*. Ks. *FVCA* 2003 määräys 8.3.2.

¹⁶⁴ *FVCA* 2003 määräykset 8.4.1–7.

Riskienhallinta on aktiivista, koska mainittujen ehtojen olemassaolo antaa pääomasijoittajalle mahdollisuuden oma-aloitteisesti etsiä teollista ostajaa koko kohdeyrityksen osakekannalle riippumatta muiden osakkaiden suhtautumisesta osakekannan myyntiin. Tällöin päästään neuvottelemaan paremmasta osakekohtaisesta hinnasta ja siten minimoimaan pääomasijoittajan omistuksen arvoon kohdistuvaa riskiä.¹⁶⁵

2.4.3.2 Passiivinen riskienhallinta

Sisällyttämällä osakassopimukseen myötämyyntioikeusmääräyksen (*tag along* -määräys), pääomasijoittaja varmistaa osallistumisensa perustaja-osakkaiden aloitteesta syntyvään osakemyyntiin. Pääomasijoittaja välttää ensinnäkin riskin jäämisestään osakkaaksi kohdeyritykseen, jonka ulkopuolelle sen arvon kasvattamisen kannalta välttämätön tietotaito on karkaamassa. Toiseksi pääomasijoittaja saa kauppahinnasta osakeomistustaan vastaavan suorituksen.

Jos kohdeyrityksessä joudutaan omistusjärjestelyihin pakon edessä, esimerkiksi kassakriisin tai oman pääoman vähäisyydestä johtuvan selvitystilan uhatessa, voi pääomasijoittaja hallita pääomapanoksen menettämisen riskiä osakassopimuksen realisointietuoikeusmääräyksellä (*liquidation preference* -määräys), joka antaa etusijan kohdeyrityksen varojen jaossa.¹⁶⁶ Tällainen määräys vähentää myös tarvetta kohdeyrityksen täydelliseen valvontaan.¹⁶⁷ Toisaalta määräys ei takaa pääomasijoittajalle suunniteltua tuottoa tai edes koko sijoitetun alkuperäisen pääomapanoksen takaisinsaantia.

3 VARAUTUMINEN OMISTUKSEN DILUUTIOON

3.1 Omistusrakenteen kvantitatiiviset muutostilanteet

3.1.1 Kantaosakkeiden lisääminen omaa pääomaa korottamatta

Mikäli aiempi pääomasijoitus on toteutettu välipääomainstrumenteilla¹⁶⁸, on pääomasijoittajan omistuksen diluutoriski olemassa, jos kohdeyrityk-

¹⁶⁵ Lauriala 2004 s. 183–184.

¹⁶⁶ Määräys voidaan muotoilla soveltuvaksi myös jaettaessa vastiketta kohdeyrityksen vapaaehtoisen purun yhteydessä, liiketoiminnan myynnistä saatavia varoja, jakautumis- tai sulautumisvastiketta ks. Lauriala 2005 s. 12–13.

¹⁶⁷ Vrt. asymmetrisen informaation ongelma.

¹⁶⁸ Av. 22 ja jäljempänä jakso 3.2.

sen kantaosakkeiden lukumäärää lisätään oman pääoman määrää korottamatta rahastoannilla tai osakkeita jakamalla. Rahastoannissa osakepääomaa korotetaan yhtiökokouksen päätöksellä¹⁶⁹ siirtämällä varoja taseen muista oman pääoman eristä.¹⁷⁰ Rahastoanti ei lisää osakeyhtiön omaa pääomaa eikä osakkaiden varallisuutta. Sen osaketekninen vaikutus ilmenee joko osakkeiden lukumäärän lisääntymisenä tai vaihtoehtoisesti osakkeen nimellisarvon tai kirjanpidollisen vasta-arvon kallistumisena.¹⁷¹ Näistä ainoastaan ensimmäinen voi aiheuttaa diluution.

Osakkeet voidaan myös jakaa eli splitata osakepääoman säilyessä ennallaan. Osakkeen jakamattomuuskielto yhtiön suuntaan ei estä toimenpidettä. Mikäli osakkeilla on nimellisarvo, jaetaan se osiin yhtiöjärjestyistä muuttamalla. Jos osakkeilla ei ole nimellisarvoa, kasvatetaan osakkeiden määrää muuten yhtiökokouspäätöksellä.¹⁷²

3.1.2 Osakepääoman korottaminen suunnatulla uusannilla

Toisaalta diluutio voi aiheutua kantaosakkeiden tai välipääomainstrumenttien suunnatusta uusannista, jolla poiketaan osakkeenomistajien OYL 4:2.1:n mukaisesta presumoidusta merkintäetuoikeudesta. Tällöin pääomasijoittajan omistus saattaa dilutoitua, vaikka se olisikin aikanaan toteutettu kantaosakkeita merkitsemällä.

Kohdeyrityksen yhtiökokous voi kahden kolmasosan määräenemmistöllä poiketa osakkeiden tai välipääomainstrumenttien uusannissa osakkaiden merkintäetuoikeudesta. Asiallisenä edellytyksenä merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle on aina oltava yhtiön kannalta painava taloudellinen syy.¹⁷³

¹⁶⁹ OYL 4:1.2 ja *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 412.

¹⁷⁰ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 348. Varojen lähteenä voi taseessa olla vapaa oma pääoma, arvonkorotusrahasto, käyttöomaisuuden arvonkorotus, vararahasto tai ylikurssirahasto ks. mts. 411–412.

¹⁷¹ *Norri* 1997 s. 173 ja OYL 4:1.1. Osakkeiden lukumäärän lisäämiseen yhtiöjärjestyksen enimmäisosakemäärän puitteissa riittää yhtiökokouksen enemmistöpäätös, osakkeen nimellisarvon korottaminen edellyttää aina yhtiöjärjestyksen muutosta ja siten kahden kolmasosan määräenemmistöä yhtiökokouksessa ks. *Airaksinen – Jauhainen* 2000 s. 326 ja OYL 9:14.1.

¹⁷² *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 189. OYL 3:4a.1:n nojalla nimellisarvottomienkin osakkeiden lukumäärän muutos on yhtiökokouksessa tehtävä OYL 9:14.1:n mukaisena kahden kolmasosan määräenemmistöpäätöksenä, vaikka kasvatettu osakemäärä ei ylittäisikään voimassa olevan yhtiöjärjestyksen enimmäisosakemäärää.

¹⁷³ OYL 4:2.2. Painavan taloudellisen synyn tulee koskea osakkaan merkintäetuoikeudesta poikkeamista eikä osakepääoman korotuksen tarvetta sinänsä ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 356–357. Suunnatun annin muista, lähinnä päätöksentekoteknisistä, edellytyksistä ks. OYL 4:4.1.

Suunnattu uusanti ei itsessään ole pääomasijoittajan kannalta negatiivinen ilmiö, koska se liittyy usein kohdeyrityksen rahoituksen ennalta suunniteltuun toteuttamiseen monilla ajallisesti toisiaan seuraavilla rahoituskierroksilla. Pääomasijoitus rakentuukin tyypillisesti peräkkäisistä pääomasijoittajalle itselleen suunnatuista uusmerkinnöistä,¹⁷⁴ mikä mahdollistaa kohdeyrityksen toiminnan tehokkaan kontrollin ja minimoi pääomasijoittajan riskejä.¹⁷⁵

Suunnattuun uusantiin osallistuva pääomasijoittaja voi ennen sijoitustaan vaatia ajantasaista tietoa kohdeyrityksen ja toimialan tilasta yleensä ja rahoitettavan projektin etenemisestä erityisesti ja pystyy halutessaan harkitsemaan sijoituksensa kannattavuutta.¹⁷⁶ Kohdeyritystä rahoituksen vaiheistaminen kannustaa sijoitetun pääoman käyttämiseen liiketoimintasuunnitelman mukaisesti jatkosijoitusten turvaamiseksi.

Rahoituksen vaiheittainen rakentuminen aiheuttaa aiemmin sijoittaneille tarpeen seurata omistuksensa dilutoitumista, mikä edellyttää etukäteissuunnittelua. Suunnattu uusanti muuttuukin aiemman pääomasijoituksen diluution muodossa ongelmalliseksi vasta, kun pääomasijoittajan merkintäetuoikeudesta poiketaan rahoitussuunnitelman vastaisesti.

3.2 Välipääoman¹⁷⁷ merkitys pääomasijoituksessa

3.2.1 Välipääoman yleiskuvaus

Osakeyhtiöllä on perinteisesti ollut kolme rahoituslähdettä: oma pääoma, vieras pääoma ja tulorahoitus. Pankkikeskeisen rahoitusjärjestelmän nopea kehitys markkinakeskeiseksi on kuitenkin luonut tarpeen perinteisiä malleja joustavammille ja muuntelukykyisemmille osakeyhtiön rahoitusjärjestelyille.¹⁷⁸ Rahoituskäytännössä kehitetyt ja vuodesta 1997 OYL:ssa säännellyt välipääomainstrumentit vastaavat osaltaan markkinaehtoisen järjestelmän koveneviin tehokkuusvaatimuksiin tarjoamalla uusia vaihto-

¹⁷⁴ Rahoituskierrosten lukumäärän vaikutuksesta pääomasijoittajan omistusosuuden suuruuteen ks. *Van Osnabrugge – Robinson* 2000 s. 184–185.

¹⁷⁵ *Lauriala* 2004 s. 94–95.

¹⁷⁶ *Gompers – Lerner* 2000 s. 139.

¹⁷⁷ Englanniksi *mezzanine*. Sama termi voi asiayhteydestä riippuen tarkoittaa myös juuri ennen kohdeyrityksen pörssilistausta tapahtuvaa pääomasijoittajan rahoituskierrosta eikä siinä yhteydessä viittaa rahoitusinstrumenttien oikeudelliseen luonteeseen ks. *Gompers – Lerner* 2000 s. 346 ja *Coyle* 2000 s. 92.

¹⁷⁸ *Villa* 2001 s. 1–2. Uusien rahoitusinstrumenttien kehittämisen taustoista ja kehitysprosessista ks. myös *Brealey – Myers* 1991 s. 323–324.

ehtoja laadullisesti ja määrällisesti differoituvien rahoitustarpeiden tyydyttämiseen.

Välipääomainstrumentit sijoittuvat taloudelliselta luonteeltaan oman ja vieraan pääoman välimaastoon.¹⁷⁹ Niissä on piirteitä molemmista pääoman perusmuodoista, eikä välipääomainstrumentin oikeudellinen muoto useinkaan anna oikeaa kuvaa instrumentin taloudellisista ominaisuuksista.¹⁸⁰ Välipääomainstrumenteilla ja niiden yhdistelmillä voidaan perinteisiä pääomaratkaisuja joustavammin¹⁸¹ ottaa huomioon ja yhdistää mitä erilaisimpiin sijoituskohteisiin liittyvät sijoittajan riskiarviot ja tuotto-odotukset.¹⁸²

3.2.2 Välipääoman käyttöperuste ja muuntoehdon merkitys

Pääomasijoittaja ei tavoittele pysyvää kontrolliasemaa kohdeyrityksessä, vaan pyrkii sijoituksen arvonnousuun ja tuoton realisoimiseen jo sijoituspäätöksen tekovaiheessa suunnitellun irtautumisstrategian mukaisesti.¹⁸³ Empiiristen tutkimusten mukaan pääomasijoituksen vuotuinen tuotto-odotus on kohdeyritysten korkeasta riskistä johtuen tyypillisesti n. 30–40%.¹⁸⁴ Näin korkeaan tuottoon pyrkiminen kantaosakkeilla toteutetun pääomasijoituksen avulla johtaisi pääomasijoittajan lähtökohtaiseen enemmistöomistukseen ja kontrolliasemaan kohdeyrityksessä. Vastaavasti puhtaasti vieraan pääoman ehtoinen pääomasijoitus mainitulla tuotto-odotuksella nostaisi kohdeyrityksen rahoituskustannukset lainakorkojen muodossa keskimättömän korkeiksi.

Välipääomainstrumentteja käyttämällä voidaan tehokkaasti huomioida sijoituskohteiden moninaisuus, pääomasijoittajan korkea tuotto-odotus sekä kohdeyrityksen toiminta yhtäältä perustajaosakkaiden enemmistöomistuksen säilymisenä ja toisaalta kohtuullisina pysyvinä rahoituskustannuksina. Avainominaisuus on käytännössä kaikkiin¹⁸⁵ välipääomainstrumentteihin

¹⁷⁹ Välipääomainstrumenttien yksityiskohtaisesta maksunsaantijärjestyksestä oman ja vieraan pääoman ehtoisten erien välissä kohdeyrityksen konkurssi- tai purkutilanteessa ks. *Lauriala* 2001 s. 77 taulukko 1.

¹⁸⁰ *Coyle* 2000 s. 90–91 ja *Lauriala* 2004 s. 142. Esimerkiksi etuosake kuuluu juridisesti osakeyhtiön omaan pääomaan mutta voi ehtojensa perusteella olla taloudellisesti tosiasiallisesti laina.

¹⁸¹ Välipääoman joustavuuden merkityksestä ks. *Lerner* 2000 s. 336.

¹⁸² *Lauriala* 2001 s. 81–83.

¹⁸³ *Lauriala* 2004 s. 141. Suomessa vuosina 1997–2001 toteutuneiden irtautumisstrategioiden jakaumasta ks. *Ali-Yrkkö – Hyytinen – Liukkonen* 2001 s. 27 taulukko 4.3.

¹⁸⁴ *Van Osnabrugge – Robinson* 2000 s. 205 viittaauksin useisiin yhdysvaltalaisiin ja brittiläisiin tutkimuksiin. Toteutuneiden tuottojen jakaumasta ks. mts. 210 taulukko 11.4.

¹⁸⁵ *Lauriala* 2004 s. 108.

sisältyvä muuntomahdollisuus kohdeyrityksen kantaosakkeiksi.

Konversion edellytysten toteutuessa pääomasijoittaja voi muuntaa omistamansa välipääomainstrumentin muuntosuhteen osoittamaksi määräksi kohdeyrityksen kantaosakkeita. Muuntoehto voi olla vapaaehtoinen, jolloin pääomasijoittaja voi milloin tahansa toteuttaa konversion. Muuntoehdon ollessa automaattinen konversio tapahtuu ilman pääomasijoittajan disponointiakin konversioedellytysten täytyessä. Pääomasijoittajat haluavat tyypillisesti välipääomainstrumentteihin sekä vapaaehtoisen että automaattisen muuntoehdon.¹⁸⁶

Juuri muuntoehto tekee diluutiosta huomioonotettavan tekijän suunniteltaessa ja toteutettaessa pääomasijoitusta välipääomainstrumenteilla. Pääomasijoittajan on huolehdittava mahdollisuuksistaan tarvittaessa vaikuttaa muuntosuhteeseen diluutiotilanteissa. Muotoillakseen osakassopimukseen tehokkaat diluutiosuojamääräykset pääomasijoittajan on tunnettava välipääomainstrumenttien rakenne ja ominaisuudet, jotka suoraan vaikuttavat mahdollisen diluution voimakkuuteen.

3.2.3 Tärkeimmät pääomasijoituksissa käytetyt välipääomainstrumentit

3.2.3.1 Etuosake

Etuosake¹⁸⁷ muodostaa kohdeyrityksen erillisen osakelajin¹⁸⁸ ja sen on aina perustuttava yhtiöjärjestysmääräykseen. Etuosakkeen äänioikeuden on oltava rajoitetumpi kuin kantaosakkeen, ja OYL 3:1 a.2:n mukaan siihen on aina liityttävä kantaosakkeeseen nähden erityinen taloudellinen etu yhtiön varoja jaettaessa¹⁸⁹. Edulla kompensoidaan äänivallan rajoittamista kantaosakkeeseen nähden.¹⁹⁰

Rajoitetun äänivallan takia etuosakkeella voidaan toteuttaa taloudellisesti huomattavakin oman pääoman ehtoinen pääomasijoitus säilyttäen

¹⁸⁶ Lauriala 2004 s. 109–110, jossa automaattisen konversioehdon todetaan usein liittyvän kohdeyrityksen listautumisprosessiin, jonka yhtenä käytännöllisenä edellytyksenä on osakkeiden samanlaisiksi saattaminen.

¹⁸⁷ Etuosakkeen erityinen sääntely on OYL 3:1 a–1 c:ssä. Muutoin etuosakkeeseen sovelletaan OYL:n yleisiä osakkeita koskevia säännöksiä ks. Villa 2001 s. 167.

¹⁸⁸ Koski – af Schultén 1998 s. 141.

¹⁸⁹ OYL 12:1.

¹⁹⁰ Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 229–230. Erityisen taloudellisen edun jakosaisesta (etu vaihtelee tilikauden tuloksen mukaan) ja jako-osattomasta (etu ei ole sidottu tilikauden tulokseen) muodosta ks. mts. 231–232 ja Koski – af Schultén 1998 s. 140, jossa todetaan etuosakkeen olevan *in dubio* jako-osaton. Tämä korostaa osaltaan etuosakkeen taloudellista vieraan pääoman luonnetta.

perustajaosakkaiden enemmistövalta.¹⁹¹ Samalla haluttu osa pääomasijoituksen tuotosta voidaan muotoilla esimerkiksi vuotuisen koron muotoon, mikä täyttää etuosakkeen erityisen taloudellisen edun vaatimuksen. Korko voidaan myös määrätä täysin muodolliseksi ja pääomasijoittajan tuotto-odotus perustaa esimerkiksi etuosakkeen muuntosuhteeseen.

OYL 3:1.4:n perusteella kohdeyrityksen osakkeiden muuntaminen toisenlaisiksi on mahdollista yhtiöjärjestyksessä määrättävin edellytyksin. Tämä tarkoittaa, että myös etuosakkeen muuntosuhteesta on oltava konkreettinen määräys yhtiöjärjestyksessä. Ei riitä, että muuntosuhteen todetaan yhtiöjärjestyksessä määräytyvän osakassopimuksen perusteella.¹⁹² Pääomasijoittajan on siten etuosakkeeseen sijoittaessaan huolehdittava tarkoin yhtiöjärjestyksen muuttamisesta sijoitusta tehtäessä. Tästä otetaan tavallisesti määräys osakassopimukseen.¹⁹³

3.2.3.2 Osakeoptio

Osakeoptio on kohdeyrityksen antama oikeus merkitä osakkeita ennalta määrättyinä ajanjaksona ennalta määrättyyn hintaan muuten kuin tavallisen osakeannin yhteydessä. Option haltijalla on oikeus mutta ei velvollisuutta merkitä kohdeyrityksen uusia osakkeita. Haltija maksaa yleensä optioistaan kohdeyritykselle merkintämaksun ja lisäksi merkittävistä osakkeista optioiden osoittaman merkintähinnan.¹⁹⁴ Optioiden antamisesta päättää yhtiökokous yksinkertaisella enemmistöllä. Yhtiökokous voi myös valtuuttaa hallituksen antamaan optioita.¹⁹⁵ Optionhaltija on myös huomattava erikseen sitoa osakassopimuksen sopimuspuoleksi ehdollisesta osakasasemastaan johtuen.¹⁹⁶

¹⁹¹ *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 314, jossa todetaan vastaavaan vaikutukseen päästävän etuosakkeiden lisäksi myös pääomalainaa käyttämällä. Pääomalainasta ks. OYL 5 luku.

¹⁹² *Koski – af Schultén* 1998 s. 135 ja *Lauriala* 2004 s. 126–127.

¹⁹³ *FVCA* 2003 määräykset 2.3.1 ja 7.1.

¹⁹⁴ *Villa* 2001 s. 173–174. Ks. myös *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 327 osakeoption, joka on oikeudellisesti arvopaperi, ja vakioidun option, joka on oikeudellisesti sopimus, välistä erosta. Ks. myös *OptioL* 1:2. Vakioidut optiot ovat tyypillisesti osakevälittäjien, esimerkiksi pankkiiriliikkeiden, perustamia sijoitusinstrumentteja, joiden kohde-etuutena ovat jo olemassa olevat osakkeet. Sijoittajan saadessa vakioidusta optiosta tuottoa maksaa liikkeellelaskija tuoton rahana. Vastaavasti sijoittaja maksaa kärsimänsä tappion liikkeellelaskijalle rahana. Näin ollen vakioitu optio ei aiheuta olemassa olevaan omistusrakenteeseen diluutiovaikutusta.

¹⁹⁵ *Villa* 2001 s. 176 ja OYL 4:2a.

¹⁹⁶ *von Willebrand*, *DL* 2004 s. 389.

Osakeoption perusajatus sisältää pääomasijoittajan vapaaehtoisen muuntoehdon. Instrumentoimalla pääomasijoituksen ainakin osittain osakeoptioina pääomasijoittaja parantaa tuottomahdollisuuksiaan esimerkiksi lainamuotoisen instrumentin ennalta sovittuihin korkoihin nähden osakkeen merkintäoikeuden arvonnousumahdollisuuden¹⁹⁷ kautta. Kohdeyrityksen rahoituskustannukset taas alenevat sen välttyessä maksamasta ennalta määrättyä lainakorkoa vaihtoehtoisesta vieraan pääoman sijoituksesta. Pääomasijoittajan riskiä pienentää myös yhtiöoikeudellinen mahdollisuus osallistua tarvittaessa kohdeyrityksen päätöksentekoon osakeoptioiden konversion jälkeen.¹⁹⁸

3.2.3.3 Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalaina¹⁹⁹ on kohdeyrityksen liikkeeseenlaskema velkasitoumus, johon liittyy mahdollisuus, mutta ei velvollisuutta, muuntaa saatava kohdeyrityksen uusiin osakkeisiin. Vaihtovelkakirja on siis ennen konversion mahdollista toteuttamista oikeudellisesti vierasta pääomaa ja kohdeyritys maksaa siitä yleensä sijoittajalle korkoa. Vaihtovelkakirjan ja osakeoptioiden liikkeeseenlaskemista koskeva yhtiöoikeudellinen päätöksenteko on samanlaista.²⁰⁰

Muuntoehdon laukeaminen tai vaihtosuhde voidaan sitoa esimerkiksi osakassopimuksen määräykseen ja siten parantaa pääomasijoittajan suojaustehokkuutta ja joustavuutta. Mikäli pääomasijoituksen instrumentointi on joiltain osin toteutettu kohdeyrityksen etuosakkeilla, konvertoidaan vaihtovelkakirja tyypillisesti myös etuosakkeiksi.²⁰¹ Mikään ei kuitenkaan estä määräämästä vaihtovelkakirjaa muunnettavaksi suoraan kohdeyrityksen kantaosakkeiksi.

Käytännössä vaihtovelkakirjan sisältämä pääomasijoittajan vapaaehtoinen muuntoehto merkitsee toteutuessaan konversiossa uusmerkinnästä syntyvän merkintähintavelan kuittaamista kokonaan tai osittain alkuperäisellä vaihtovelkakirjasaamisella.²⁰² Samalla kohdeyrityksen taserakenne vahvistuu

¹⁹⁷ Arvonnousu on osakkeen markkinahinnan ja optio-oikeuden mukaisen osakkeen merkintähinnan erotus. Tästä ns. *equity kicker* -vaikutuksesta ks. *Lauriala* 2001 s. 82.

¹⁹⁸ *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 327–328.

¹⁹⁹ Vaihtovelkakirjalainasta ja osakeoptioista on erityissäännöksiä OYL 4:1–2a ja 4:12a–12c:ssä.

²⁰⁰ *Villa* 2001 s. 178–180. Oikeudelliselta muodoltaan vaihtovelkakirja voi olla juokseva tai tavallinen velkakirja ks. *Koski – af Schultén* 1998 s. 327.

²⁰¹ *Lauriala* 2004 s. 113–114.

²⁰² *Airaksinen – Jauhiainen* 2000 s. 327.

omavaraisuusasteen kasvaessa.²⁰³ Kohdeyritys hyötyy vaihtovelkakirjamuotoisesta rahoituksesta tavallista lainaa alemman koron muodossa. Pääomasijoittajalle alempaa korkoa kompensoi velkakirjan muuntosuhteeseen sisältyvä arvonnousumahdollisuus.²⁰⁴

3.3 Osakassopimuksen diluutiosuojamääräykset

3.3.1 Diluutiosuojamääräysten merkitys

Diluutiosuojamääräyksillä pääomasijoittaja suojaa kontrolliasemaansa kohdeyrittäjän omistuksen kvantitatiivisissa muutostilanteissa. Perustajaosakkaiden kannalta tilanne on käänteinen – heidän omistuksensa diluutio voi kasvaa voimakkaastikin pääomasijoittajan diluutiosuojan seurauksena.²⁰⁵

Kohdeyrittäjän kehityksen ollessa erityisen huolestuttava tai edellyttäessä muuten nopeita toimenpiteitä, joista määräämiseen pääomasijoittajan omistus ei riitä, voi pääomasijoittajan intressissä olla joskus myös määräysvallan saaminen kohdeyrittäjässä korjaavien toimenpiteiden mahdollistamiseksi. Tällöin jopa perustajaosakkaiden omistuksen harkittu diluutoiminen voi olla perusteltua.²⁰⁶ Tilanne on kuitenkin poikkeus pääomasijoittajan yleisestä vähemmistöosakkuustavoitteesta.

Voidaan myös ajatella, että perustajaosakkaat ottavat pääomasijoittajan diluutiosuojamääräysten vaikutuksen huomioon pääomasijoitusta hinnoittellessaan. Lisäksi asianmukaisten diluutiosuojamääräysten salliminen pääomasijoittajalle lisää pääomasijoittajan mielenkiintoa kohdeyrittäjään sijoituskohteena.²⁰⁷

Toisaalta pääomasijoittajan saattaa joskus kannattaa jättää vetoamatta osakassopimuksen diluutiosuojamääräykseen, vaikka siihen vetoaminen

²⁰³ *Villa* 2001 s. 179. Omavaraisuusasteen laskemisesta ks. esim. *Kallunki – Martikainen – Niemelä* 1999 s. 184.

²⁰⁴ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 466. Arvonnousua syntyy, kun osakkeen markkinahinta ylittää sen muuntohinnan, jolla vaihtovelkakirja voidaan vaihtaa osakkeiksi.

²⁰⁵ *Lauriala* 2004 s. 169.

²⁰⁶ *Lauriala* 2001 s. 123–124, jossa kuvatussa yhdysvaltalaisessa oikeustapauksessa *Orban v. Field* pääomasijoittaja hyödynsi perustajaosakkaan omistuksen diluutiota määräysvallan saamiseksi kohdeyrittäjässä sen toiminnan kannalta edullisen fuusion mahdollistamiseksi.

²⁰⁷ *von Willebrand, DL* 2004 s. 387, jossa mainitaan diluutiosuojamääräysten pääomasijoittajan riskiä pienentävä vaikutus eräänä sijoituksen houkuttelevuutta lisäävistä tekijöistä.

sopimusteknisesti mahdollista olisikin. Syynä on tyypillisesti pääomasijoittajankin kannalta edullisen uuden pääoman saamisen varmistaminen kohdeyritykseen mahdollisimman hyvillä ehdoilla.²⁰⁸ Tällainen tilanne on kyseessä ainakin, kun kohdeyrityksen toiminnan jatkuminen riippuu uuden pääomapanoksen saamisesta.²⁰⁹

Yleinen pääomasijoitusmarkkinoiden tilanne voi myös vaikuttaa diluutiosuojamääräysten merkityksen arviointiin. Jos pääomasijoituksista on rahoitusmarkkinoilla ylitarjontaa, on pääomasijoittajan intressissä omien diluutiosuojamääräyksiä koskevien tavoitteiden lieventäminen potentiaalisten kohdeyritysten riittävän mielenkiinnon varmistamiseksi. Vastaavasti pääomasijoitusten ylikysyntätilanteessa pääomasijoittajalla on valinnanvaraa sijoituskohteiden suhteen ja muiden osakassopimusten osien ohella diluutiosuojamääräysten voi arvioida kiristyvän neutraaliin kysyntätilanteeseen verrattuna.²¹⁰

3.3.2 Määräysten toteutus

Osakassopimuksen diluutiosuojamääräykset voidaan jakaa diluution aiheutumissyyn perusteella kahteen ryhmään. Mekaanisilla diluutiosuojamääräyksillä²¹¹ pääomasijoittaja suojautuu tilanteissa, joissa kohdeyrityksen osakepääoman rakennetta muutetaan eli kantaosakkeiden lukumäärää kasvatetaan osakepääomaa korottamatta.

Hintaperusteisilla diluutiosuojamääräyksillä pääomasijoittaja suojautuu tilanteissa, joissa kohdeyrityksen osakepääomaa joudutaan pääomasijoituksen jälkeen kasvattamaan suunnatulla annilla alemmalla arvostustasolla kuin millä pääomasijoitus on tehty.²¹²

²⁰⁸ von Willebrand, DL 2004 s. 388.

²⁰⁹ Esimerkkinä osakassopimuksen määräyksestä, jolla sopimuspuoli sitoutuu äänestämään suunnatun uusannin puolesta pakkoselvitystilan välttämiseksi, vaikkei itse antiin osallistuisikaan ks. *FVCA 2003* määräys 8.3.5.

²¹⁰ Vaihtoehtoisten sopimuskomppanien lukumäärän vaikutuksesta osapuolen neuvotteluvoimaan ks. *Hemmo 2005* s. 20, 23 ja *Cardis – Kirschner – Richelson – Kirschner – Richelson 2001* s. 195–196, jossa kuvataan kohdeyritykselle edullista sopimusneuvottelumenettelyä tilanteessa, jossa kilpailevia pääomasijoittajia on useita. Ks. lisäksi *Gompers – Lerner 2000* s. 127–128, jossa kireä yleinen rahoitusmarkkinatilanne esitetään yhtenä potentiaalisena esteenä kohdeyrityksen rahoitukselle. Muina vastaavina rahoituksen saamisen esteinä mainitaan kohdeyrityksen operatiivisen toiminnan epävarmuus, asymmetrinen informaatio ja kohdeyrityksen aineellisten vakuuksien puute.

²¹¹ Näitä nimitetään myös yksinkertaisiksi diluutiosuojamääräyksiksi.

²¹² *Lauriala 2004* s. 167 ja *FVCA 2003* määräys 8.3.2, jolla torjutaan mahdollisuus tehdä suunnattuja anteja kohdeyhtiön osakkaille pääomasijoittajaa vahingoittaen.

3.3.2.1 Mekaaniset diluutiosuojamääräykset

Osakassopimukseen voidaan ottaa määräys, jonka mukaan kantaosakkeen rahastoannin tai splitin tapahtuessa etuosakkeen muuntosuhdetta on korotettava vastaavasti pääomasijoittajan diluution ehkäisemiseksi. Käytännössä tämä velvoittaa sopimuspuolet muuttamaan yhtiöjärjestystä etuosakkeiden omistajien hyväksi.²¹³

Vastaavasti voidaan suojata osakeoption ja vaihtovelkakirjalainan haltijan asema sekä rahastoannissa että kantaosakkeita splitattaessa esimerkiksi velvoittamalla osakassopimuksella sopimuspuolet suostumaan tarvittaessa yhtiökokouspäätöksellä antamaan suunnatusti diluution poistavassa suhteessa uusia osakeoptioita jo olemassa olevien osakeoptioiden tai vaihtovelkakirjan haltijoille.²¹⁴ Mikäli jo olemassa olevat instrumentit konvertoituvat etuosakkeiksi, ei erillistä mekaanista suojaus-ehdotta kuitenkaan tarvita, vaan etuosakkeen mekaaninen suojaus riittää.²¹⁵

Eksplisiittisten osakassopimuksen mekaanisten diluutiosuojamääräysten puuttuessaakin pääomasijoittajan mekaaninen diluutiosuoja toteutuu ex lege yhtiöoikeudellisesti varsin kattavasti. Etuosakkeiden haltijoilla on OYL 4:2.1:n nojalla kantaosakkeidenkin rahastoannin tapauksessa omistuksensa suhteessa tapahtuva merkintäetuoikeus, jota ei voida yhtiöjärjestysmääräyksellä poistaa.²¹⁶ Ainoana poikkeuksena voidaan OYL 3:1c.3:n perusteella jako-osattomien etuosakkeiden merkintäetuoikeus poistaa yhtiöjärjestysmääräyksellä. Tällaisen määräyksen jälkikäteisen tekemisen pääomasijoittaja voi yhtiöoikeudellisesti estää vaatimalla

²¹³ Ibid. Vrt. *FVCA* 2003 määräys 8.3.2, jossa hieman yleisemmin ilmauksin, *mainitsematta eksplisiittisesti yhtiöjärjestyksen muutostarpeesta*, todetaan sopimuspuolille suunnatuissa osakeanneissa sopimuspuolilla olevan merkintäetuoikeus osakepääomaosuuksien mukaisessa suhteessa.

²¹⁴ Vrt. *von Willebrand*, DL 2004 s. 388, joka esittää erääksi *yhtiöoikeudellisen diluutiosuojauksen* muodoksi *ehdollisten* optioiden antamista pääomasijoittajalle *aina* pääomasijoitusta tehtäessä. Vrt. myös *FVCA* 2003 määräys 8.3.2, jossa yleisemmin ilmauksin, *mainitsematta eksplisiittisesti* konkreettista osakeoptioiden antia tms., todetaan sopimuspuolille suunnatuissa osakeanneissa merkintäetuoikeuden laajuutta määrittävän osakepääomaosuuden sisältävän myös sopimuspuolen osakeoptioiden tai vaihtovelkakirjan muuntosuhteen osoittaman kantaosakemäärän mukaisen osakepääoman. Muunto ei siis ole laajemman merkintäetuoikeuden edellytys.

²¹⁵ *Lauriala* 2004 s. 167.

²¹⁶ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 233–234, 352–353 ja OYL 4:2.2, jossa rahastoantia ei mainita sellaisena tilanteena, joiden osalta momentissa muuten säädetään merkintäetuoikeudesta poikkeamisen mahdollisuudesta.

sijoituksensa alun perinkin toteutettavaksi jako-osaisilla etuosakkeilla.²¹⁷

Jo pääomasijoitusta tehtäessä pääomasijoittaja voi velvoiteoikeudellisesti estää OYL 3:1c.3:n mukaisen määräyksen yksinkertaisesti vaatimalla osakassopimuksessa omien etujensa mukaisen yhtiöjärjestyksen voimaansaattamista.²¹⁸ Myöhemmän etujaan vahingoittavan etuosakkeiden jako-osaisuutta muuttavan yhtiöjärjestysmuutoksen pääomasijoittaja voi vastaavasti estää esimerkiksi osakassopimuksen veto-oikeudella.²¹⁹

Nimellisarvottomien kantaosakkeiden split-tilanteessa etuosakkeen omistajaa suojaa OYL 3:4a.1, jonka toisen virkkeen mukaan osakkeiden lisäämisen tulee tapahtua osakkeenomistajien omistusten ja osakelajien suhteessa. Periaatteen voinee analogiatulkinnalla laajentaa myös nimellis-arvoisten osakkeiden split-tilanteisiin, vaikka tästä ei laissa nimenomaista mainintaa olekaan.²²⁰

Osakeoptioiden ja vaihtovelkakirjan osalta yhtiöoikeudellinen suoja rahastoannin tapauksessa seuraa OYL 4:12b.2:sta, jossa viittauksin OYL 3:1c.4:ssa mainittuihin tilanteisiin velvoitetaan jo vaihtovelkakirjoja ja osakeoptioita annettaessa ottamaan yhtiökokouspäätöksessä kantaa mainittujen instrumenttien oikeuksiin muun muassa osakepääoman korotus-tilanteessa. Tyypillisesti yhtiökokouspäätökseen sisällytetään tällaisten tilanteiden varalle instrumentin muutosuhteen uudelleenmuotoilumääräys²²¹, ja on pääomasijoittajan omassa intressissä huolehtia määräyksen sisällyttämisestä yhtiökokouspäätökseen.

Nimellisarvottoman kantaosakkeen split-tilanteessa osakeoptioiden ja vaihtovelkakirjan yhtiöoikeudellinen mekaaninen diluutiosuoja taas perustuu OYL 3:4a.3:iin, jonka mukaan split-tilanteessa osakeoption ja vaihtovelkakirjan muutosuhde muuttuu automaattisesti vastaamaan kantaosakkeiden uutta määrää. Nimellisarvoisen kantaosakkeen split-tilanteessa voi-

²¹⁷ Jako-osainen osuus voi olla täysin muodollinen (esim. kantaosakkeen osinko + 0,01 %) eikä sen tarvitse siten de facto vaikuttaa kohdeyrityksen voitonjakoon ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 230. Useinhan pääomasijoituksen kohdeyritykset eivät jaa varoja osinkoina ks. *FVCA* 2003 määräykset 12.1–2. Mahdollisen ei-toivotun osingonjakopäätöksenkin pääomasijoittaja voi estää jo hallitustyöskentelyn tasolla osakassopimuksen veto-oikeudella ks. *FVCA* 2003 määräys 11.1.2.2 luettelokohta (xiv).

²¹⁸ *FVCA* 2003 määräys 7.1 luettelokohta (i).b. Yhtiöjärjestyksestä tulee tällöin puuttua OYL 3:1c.3:n mukainen määräys.

²¹⁹ *FVCA* 2003 määräys 10.1 luettelokohta (i).

²²⁰ Analogiatulkintaa puoltavasta kannasta osakeoptioiden ja vaihtovelkakirjojen osalta ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 194.

²²¹ *Koski – af Schultén* 1998 s. 339–340 ja erityisesti mts. 340 av. 35, jossa esitetään eräs malli yhtiökokouspäätöksen määräyksestä.

daan yhtiöoikeudellisen suojan osalta viitata suoraan etuosakkeen asemasta vastaavassa tilanteessa sanottuun.²²²

Kattavasta yhtiöoikeudellisesta suojasta huolimatta on pääomasijoittajan intressissä määrätä mekaanisesta diluutiosuojasta myös osakassopimuksessa. Velvoiteoikeudellista suojautumista puoltaa käytännön toteutuksen vaivattomuus; muutovaatimuksiltaan usein monimutkaisia yhtiökokouspäätöksiä tai yhtiöjärjestysmuutoksia ei tarvita. Edelleen velvoiteoikeudellinen suoja tuo pääomasijoittajan käyttöön osakassopimuksen velvoiteoikeudelliset tehosteet ja vähentää tarvetta turvautua yhtiöoikeudellisten vastuukeinojen käyttöön. Lisäksi yhtiöoikeudellisten sääntöjen soveltamisesta ei juuri ole oikeuskäytäntöä ja oikeustila on monelta osin epäselvä.²²³

3.3.2.2 *Hintaperusteiset diluutiosuojamääräykset*

Osakassopimukseen voidaan ottaa määräys, jolla velvoitetaan sopimuspuolet muuttamaan pääomasijoittajan välipääomainstrumenttien muuntosuhdetta muulle kuin pääomasijoittajalle suunnatun uusannin (primäärinen uusanti) yhteydessä.²²⁴ Toinen suojauksen toteutustapa on velvoittaa sopimuspuolet suuntaamaan pääomasijoittajalle oma uusanti (sekundäärinen uusanti), jonka säilyttää pääomasijoittajan osakepääomaosuuden primäärisen uusannin yhteydessä.²²⁵ Pääomasijoittajan omistusosuuden hintaperusteinen suojaus huomioidaan yleensä myös primäärisen uusannin parametreissa. Tämän seurauksena perustajaosakkaiden omistuksen diluutio kasvaa tyypillisesti myös sillä osuudella, jolla pääomasijoittajan omistus olisi dilutoitunut hintaperusteisen suojauksen puuttuessa.

Käytännön osakassopimuksissa voidaan erottaa kolme hintaperusteisen diluutiosuojan päätyyppiä.²²⁶ *Full ratchet -suojauksessa* pääomasijoittajan välipääomainstrumenttien muuntosuhde tai sekundäärinen uusannin²²⁷

²²² *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 194, jossa lisäksi todetaan splittaamisen aiheuttaman muuntosuhteen automaattisen muutoksen laajenevan myös osakeoptioihin ja vaihtovelkakirjoihin mahdollisesti liitettyihin uusien vaihtovelkakirjojen ja/tai osakeoptioiden merkintäoikeuksiin.

²²³ *von Willebrand*, DL 2004 s. 388.

²²⁴ *Lauriala* 2004 s. 168.

²²⁵ *FVCA* 2003 määräys 8.4.

²²⁶ *Lauriala* 2004 s. 169, jossa viitataan kansainväliseen sopimuskäytäntöön.

²²⁷ Jatkoissa tässä alajaksossa 3.3.2.2 kuvataan ainoastaan muuntosuhteen korjaamista. Esitettyjä periaatteita voidaan kuitenkin käytännössä soveltaa myös sekundäärisen uusannin koon laskemiseen tilanteissa, joissa välipääomainstrumenttien muuntosuhde halutaan säilyttää ennallaan.

koko mitoitetaan niin, että koko aiemman pääomasijoituksen arvostus muuntuu primäärisen uusannin arvostuksen tasolle. Pääomasijoittajalle annetaan siis käytännössä mahdollisuus arvioida uudelleen koko aiemman sijoituksensa arvostus myöhemmän tiedon perusteella. Menetelmän haittana on riippumattomuus primäärisen uusannin koosta. Pienikin primäärinen uusanti johtaa automaattisesti koko aiemman pääomasijoituksen uudelleenarvostukseen, joka aiheuttaa usein perustajaosakkaiden omistuksen erittäin merkittävän dilutoitumisen. Full ratchet -menetelmää voidaan kuitenkin toisaalta pitää myös perustajaosakkaita ja kohdeyrityksen toimivaa johtoa kannustavana, koska juuri heidän toiminnastaan pääosin riippuu, miten hyvin kohdeyritys saavuttaa pääomasijoituksen hetkellä asetetut liiketoiminnalliset tavoitteet, millä on merkittävä vaikutus jatkorahoituskierrosten ja siten myös primäärisen uusannin arvostukseen. Menetelmä suojaa myös tehokkaasti pääomasijoittajaa erityisesti siemenvaiheessa oleviin kohdeyrityksiin tehtävissä sijoituksissa, jolloin informaatio kohdeyrityksen tilasta ja taloudelliset ennusteet ovat usein epätarkkoja.²²⁸

Laaja painotetun keskiarvon diluutiosuojamenetelmä perustuu myös koko aiemman pääomasijoituksen uudelleenhinnoitteluun, mutta menetelmässä huomioidaan lisäksi primäärisen annin koko. Menetelmä kompensoi pääomasijoittajan omistuksen diluutiota sitä vähemmän, mitä pienempi on primäärinen anti ja mitä pienempi on aiemman pääomasijoituksen ja primäärisen annin arvostusero. Tilanteessa, jossa aiempia pääomasijoituksia on useita, menetelmä huomioi näiden kokoerot ja antaa kohdeyrityksestä ennen primääristä antia enemmän omistaville sijoittajille paremman suojan kuin vähemmän omistaville.²²⁹

Suppea painotetun keskiarvon diluutiosuojamenetelmä on edellisen suojamenetelmän muunnos, jossa muuntosuhteen korjaamisessa huomioidaan valinnan mukaan esimerkiksi pelkät pääomasijoittajan aiemmat etuosakkeet muttei osakeoptioita tai vaihtovelkakirjoja. Pääomasijoittajan aiempaa omistusta ei siis laskennassa kohdella täysin muunnettuna kuten edellisessä menetelmässä, vaan ainoastaan olemassa olevat etuosakkeet huo-

²²⁸ *Cardis – Kirschner – Richelson – Kirschner – Richelson* 2001 s. 199–200 ja *Lauriala* 2004 s. 169–172, jossa esitetään myös numeerinen esimerkki menetelmän soveltamisesta etuosakkeen muuntosuhteen uudelleenmäärittelyyn. Ks. myös mts. 177, jossa todetaan oikeuskäytännön puuttuvan sen arvioimiseksi, miten pääomasijoittajan diluutiosuojausten kohtuullisuutta arvioidaan perustajaosakkaiden omistusaseman suhteen.

²²⁹ *Cardis – Kirschner – Richelson – Kirschner – Richelson* 2001 s. 200 ja *Lauriala* 2004 s. 172–174, jossa esitetään myös yksityiskohtainen laskukaava etuosakkeen muuntosuhteen korjaamiseksi primäärisen annin tapahtuessa. Menetelmän englanninkielinen termi on *broad-based weighted average antidilution protection* ks. mts. 172.

mioidaan. Menetelmän pohjana oleva suppeampi osakepääoma laajentaa pääomasijoittajan suojaa edelliseen menetelmään verrattuna mutta parantaa silti perustajaosakkaiden suojaa full ratchet -menetelmään nähden.²³⁰

Hintaperusteinen diluutiosuojaus on pääomasijoittajan kannalta välttämätöntä toteuttaa osakassopimustasoisesti, koska yhtiöoikeudellista lakiperustaista suojaa, toisin kuin mekaanisen diluutiosuojauksen tapauksessa, ei ole. Poikkeuksena on tilanne, jossa pääomasijoittajalla on yli yhden kolmasosan omistus kohdeyrityksessä, jolloin suunnatun uusannin toteuttamiseen OYL 4:2.2:n mukaan tarvittava enemmistö riippuu pääomasijoittajasta.

3.3.2.3 Poikkeukset hintaperusteisiin diluutiosuojamääräyksiin

Pääomasijoittajan oikeudesta hintaperusteiseen diluutiosuojaukseen voidaan tiettyjen suunnattujen uusantien kohdalla poiketa osakassopimuksen nimenomaisen määräyksen perusteella.²³¹ Poikkeuksellisten uusantien tarkoitus ja kohderyhmä ovat tällöin yleensä myös pääomasijoituksen arvonnousutavoitetta palvelevia.

Tällaisia poikkeuksen muodostavia uusanteja voidaan suunnata mm. kohdeyhtiön johdolle ja henkilöstölle kannustintarkoituksessa, vieraan pääoman ehtoïsille rahoittajille equity kicker -vaikutuksen aikaansaamiseksi, kohdeyrityksen tuotteiden jakelijoille ja lisensoijille jakeluketjun lujittamiseksi, yritysostoihin käytettäväksi ja mahdollisille kohdeyrityksen strategisille kumppaneille yhteistyön lujittamiseksi. Mainitut poikkeusannit ovat kuitenkin tyypillisesti itsessään rajattuja eli pääomasijoittaja on poikkeuksista huolimatta suojattu teoreettisesti rajoittamattomalta diluutiolta.²³²

²³⁰ Lauriala 2004 s. 174–175, jossa esitetään myös yksityiskohtainen laskukaava etuosakkeen muuntosuhteen korjaamiseksi primäärisen annin tapahtuessa. Menetelmän englanninkielinen termi on *narrow-based weighted average antidilution protection* ks. mts. 174.

²³¹ Lauriala 2004 s. 176.

²³² Lauriala 2004 s. 177. Vrt. FVCA 2003 määräys 8.3.4, joka antaa kyllä mahdollisuuden suunnata uusanteja mm. kannustintarkoituksessa sopimuspuolten ulkopuolisille mutta ei sulje pois pääomasijoittajan määräyksessä 8.4 määriteltyä hintaperusteisesta diluutiosuojasta, vaan ainoastaan pääomasijoittajan määräyksiin 8.2.1–3 perustuvan merkintäetu oikeuden. Epäselvää on, miksi FVCA 2003:n määräyksistä puuttuu eksplisiittinen mahdollisuus poiketa pääomasijoittajan hintaperusteisesta diluutiosuojasta.

4 VARAUTUMINEN OSAKASTAHOJEN VAIHTUMISEEN

4.1 Omistusrakenteen kvalitatiiviset muutostilanteet

Pääomasijoittaja voi ennakoivasti varautua osakastahojen vaihtumiseen sitouttamalla perustajaosakkaat kohdeyritykseen ei-toivottuja osakeluovutuksia²³³ ennaltaehkäisevin osakassopimusmääräyksin. Päämääränä on ensisijaisesti säilyttää kohdeyrityksen omistusrakenne turvautumatta reaktiivisiin osakassopimusmääräyksiin, joita pääomasijoittajalla on kuitenkin oltava käytössään, mikäli perustajaosakas päättää luopua omistuksestaan preventiivisistä osakassopimusmääräyksistä huolimatta.

Pääomasijoittajan on lisäksi varmistettava mahdollisuus irtautua pääomasijoituksesta, mikäli irtautuminen tulee pääomasijoittajan omien kriteerien mukaan välttämättömäksi. Samoin pääomasijoittajan on varmistettava asemansa esimerkiksi kohdeyrityksen likvidaatiossa.

Näiden kohdeyrityksen omistusrakenteen kolmen kvalitatiivisen muutostilanteen huomioiminen osakassopimuksessa muodostaa aina kokonaisuuden eikä pääomasijoittaja voi varmuudella laskea saavuttavansa kaikkien tilanteiden varalle määräyksiltään optimaalista osakassopimusta. Osakassopimusneuvotteluissa on huomioitava myös perustajaosakkaiden asema ainakin osakassopimuksen kohtuullistamisriskin pienentämiseksi.

4.2 Perustajaosakkaiden ennakoiva sitouttaminen kohdeyritykseen

4.2.1 Osakkeen vapaa luovutettavuus yhtiöoikeudellisena periaatteena

Osakkaan oikeus vapaasti luovuttaa osakkeensa on vahva periaatetasoinen yhtiöoikeudellinen pääsääntö.²³⁴ Osakkeen luovuttamista ja hankkimista voidaan OYL 3:2:n mukaan rajoittaa kohdeyrityksen yhtiöjärjestyksessä ainoastaan OYL 3:3–4:n mukaisilla lunastus- ja suostumuslau-

²³³ Tässä 4. luvussa osakkeista sanottu pätee soveltaen muihinkin välirahoitusinstrumentteihin ellei erikseen toisin mainita tai viitatuista lainkohdista suoraan toisin ilmene.

²³⁴ Mäntysaari 2002 s. 292 ja Kyläkallio – Irola – Kyläkallio 2002 s. 195. Oikeuskäytännöstä ks. KKO 1999:42.

sekkeillä.²³⁵ Mainituilla yhtiöjärjestyslausekkeilla voidaan ainoastaan rajoittaa osakkeen hankkimista. Osakkeen luovutusta ei sen sijaan yhtiöoikeudellisesti voida lainkaan estää.²³⁶ Niinpä esimerkiksi henkilö- ja etuostolausekkeet on yhtiöjärjestystasoisena Suomen oikeudessa kielletty.²³⁷

Osakkeiden rajoittamaton luovutusvapaus ei kuitenkaan ole pääomasijoittajan kannalta toivottavaa etenkin harvainyhtiöissä, joissa korostuu pääomasijoittajan tarve kontrolloida liiketoimintaosaamisen säilymistä kohdeyrityksen piirissä. Yhtiöoikeudellisten luovutusrajoitusmääräysten suppeudesta ja tarkkarajaisuudesta johtuen osakassopimuksen luovutusrajoitusmääräykset muodostuvatkin pääomasijoittajan tärkeimmiksi keinoiksi kohdeyrityksen omistusrakenteen kvalitatiivisten muutosten hallinnassa.²³⁸

4.2.2 Osakkeiden luovutus- ja panttauskielto

Osakassopimuksessa voidaan määrätä perustajaosakkaiden kaikkia osakkeita tai osaa osakkeista koskevasta luovutuskiellosta.²³⁹ Luovutuskielto määräyksessä on tarkkaan määriteltävä muun muassa mitä luovutussaan-toja ja luovutuksensaajatahoja (esimerkiksi kaikki tai jotkut osakassopimuspuolet tai ulkopuoliset tahot) kiello koskee. Luovutuskielto määrätään usein ajallisesti rajoitettuna, ja tyypillistä on, että pääomasijoittaja haluaa sitoa perustajaosakkaat sijoituksensa alkuajaksi.²⁴⁰

²³⁵ Osakkeiden lunastus on mahdollista yhtiöjärjestysperusteisesti myös alennettaessa osakepääomaa OYL 6:9–10:ään perustuvilla lunastusehtoisilla osakkeilla ks. *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 453–459. Lisäksi yli 90 % osakekannasta omistavalla taholla on ex lege oikeus ja vähemmistön vaatiessa myös velvollisuus vähemmistön osakkeiden lunastamiseen OYL 14:19:n nojalla. Ks. mts. 198–212. Viimeksi mainitut tilanteet jätetään tutkimuksessa tämän maininnan varaan.

²³⁶ *Mäntysaari* 2002 s. 292–293.

²³⁷ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 196. Henkilölausekkeella määritellään millaiset tunnusmerkit yhtiön osakkaalla tulee olla. Henkilölauseke voidaan muotoilla myös negatiiviseksi. Etuostolausekkeella määrätään, että osakkeen luovuttajan on ennen luovutusta tarjottava osake etuostoon oikeutetun tahon lunastettavaksi. Tällaisten lausekkeiden katsotaan rajoittavan osakkeen luovutettavuutta OYL 3:2:n vastaisesti. Eri asia on, että yhtiöjärjestyksen suostumuslausekkeen oikealla muotoilulla voidaan saavuttaa oleellisesti sama vaikutus kuin kielletyllä henkilölausekkeella ks. mts. 343.

²³⁸ *Kansmark – Roos* 1994 s. 64. Osakassopimuksen luovutusrajoitusmääräysten *conditio sine qua non* -luonteesta osakassopimuksen kannalta ks. *Sandström* 1976 s. 176.

²³⁹ *Caselius*, DL 1949 s. 290–291 ja *FVCA* 2003 määräys 15.2.1.

²⁴⁰ *Kansmark – Roos* 1994 s. 67–69, 81–82 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 222, joka korostaa aikarajoitteen merkitystä sovitteluriskin vähentäjänä.

Luovutuskiellosta ei voida määrätä yhtiöjärjestyksessä²⁴¹ eikä osakasopimuksen kieltomääräyksen rikkominen tee luovutuksensaajan saantoa pätemättömäksi kohdeyrityksen suhteen. Niinpä kohdeyrityksen on esimerkiksi aina merkittävä luovutuskiellon suhteen *bona fide* oleva luovutuksensaaja osakeluettelo, vaikka saanto olisikin osakassopimuksen vastainen.²⁴²

Luovutuskieltomääräyksen etu pääomasijoittajalle on varoja sitomatta saavutettava kohdeyrityksen osakspiirin täydellinen kontrolli. Haittana on osakspiirin tiukka staattisuus ja toisaalta luovutuskieltomääräyksen sitovuuden epävarmuus. Käytännössä OikTL 36 §:n soveltamisen riski lisääntyy, jos perustajaosakas ei määräyksen takia voi kohtuullisessa ajassa käytännössä toteuttamiskelpoisella tavalla luopua omistuksestaan kohdeyrityksessä.²⁴³ Lisäksi pääomasijoittaja saattaa joutua itsekin sitoutumaan luovutuskieltoon saadakseen perustajaosakkaat kiellon piiriin.²⁴⁴ Tällöin pääomasijoittaja ei voi ilman erillistä poikkeusmääräystä hyödyntää luovutuskieltoaikana ilmeneviä irtautumismahdollisuuksia altistumatta osakassopimuksen tehostemääräyksille.

Pääomasijoittajan kannattaa yhdistää osakkeiden luovutuskieltoon myös osakkeiden panttauskielto suojautuakseen mahdollisen panttireaalisaation aiheuttamalta ei-toivotulta epäsuoralta omistajanvaihdokselta.²⁴⁵ Panttauskieltoakaan ei voida yhtiöoikeudellisesti toteuttaa yhtiöjärjestyksensä määräyksellä, joten osakassopimusmääräys on välttämätön.²⁴⁶ Kiellon vastainen

²⁴¹ OYL 3:2 ja alaviitteessä 237 henkilölausekkeesta sanottu.

²⁴² *Koski – af Schultén* 1998 s. 152 ja *Kansmark – Roos* 1994 s. 30. Mikäli luovutuksensaaja on *mala fide* luovutuskieltomääräyksen suhteen, ulottaa luovutuskieltomääräys esineoikeudellisen vaikutuksen (ts. saantosuoja ei synny) myös luovutuksensaajaan ks. *Havansi* 1979 s. 383–384, jossa mainitun kannan ydinperustelut nojaavat OYL 3:9.1:n viittauksin VKL 14 §:ään. Mikäli tällaisessa tilanteessa osakassopimuksessa on luovutuskieltomääräykseen yhdistetty etuostolauseke esimerkiksi kohdeyrityksen hyväksi, on myös osakspiirin ulkopuolinen osakassopimuksen luovutuskiellon suhteen *mala fide* oleva luovutuksensaaja velvollinen alistumaan kohdeyrityksen etuostovaatimukseen. Ks. lisäksi ulkopuolisen luovutuksensaajan selonottovelvollisuuden laajuudesta mts. 385. Ks. myös edellä alajaksossa 2.2.4.4 osakassopimuksen yleisestä sitovuudesta kolmanteen sanottua. Poikkeuksena edellä sanottuun on tilanne, jossa luovutuksensaaja hankkii osakkeen pakkohuutokaupasta tai konkurssipesästä (ts. luovutus ei ole vapaaehtoinen). Tällöin ei osakassopimuksen luovutuskielto häneen sovellu, vaikka hän olisikin sen suhteen *mala fide* ks. *Helminen* 1995b s. 104.

²⁴³ *Kansmark – Roos* 1994 s. 82 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 221.

²⁴⁴ *FVCA* 2003 määräys 15.2.2.

²⁴⁵ *Lauriala* 2004 s. 178.

²⁴⁶ *Helminen* 1995e s. 81 ja *HE 27/1977 vp* s. 31.

kin panttaus on kuitenkin esineoikeudellisesti pätevä, eikä kielto estä pantin realisointia.²⁴⁷ Tämä vähentää panttauskiellon pääomasijoittajalle luomaa oikeudellista varmuutta.

4.2.3 Osakkeiden tallettaminen tai panttaaminen kolmannen haltuun

Osakassopimuksessa voidaan määrätä, että kaikki tai jotkut sopimuspuolet tallettavat tai panttaavat osakkeensa²⁴⁸ kolmannen²⁴⁹ haltuun. Tallettaminen tai panttaaminen voidaan tehdä esimerkiksi vahingonkorvauksen tai sopimussakon maksamisen turvaamiseksi²⁵⁰ taikka osakassopimuksen etuosto- tai lunastuslausekkeen käytön tekniseksi helpottamiseksi. Samalla vaikeutetaan konkreettisesti mahdollista perustajaosakkaiden osakassopimusperusteisten luovutusrajoitusmääräysten rikkomista,²⁵¹ mikä on pääomasijoittajan kannalta osakkeiden tallettamisen tai panttaamisen merkittävin perustajaosakkaita preventiivisesti kohdeyritykseen sitouttava piirre. Talletuksen tai panttauksen yhteydessä pääomasijoittajan kannattaa osakkeiden siirrettävyyden helpottamiseksi vaatia osakekirjat varustetuiksi avosiirtomerkinnällä.²⁵²

Osakkeiden panttaaminen tai tallettaminen tekee käytännössä osakkeen luovuttamisen mahdottomaksi, koska luovutuksensaajan esineoikeudellisten oikeuksien syntymiseksi välttämätön osakkeen traditio ei ole mahdollinen.²⁵³ Eri asia on, että suhteessa kohdeyritykseen osakekirjan hallinnalla

²⁴⁷ Werlauff – Nørgaard 1987 s. 352. Pantinsaajan esineoikeudelliseen asemaan pätee soveltaen luovutuskieillon yhteydessä luovutuksensaajasta alaviitteessä 242 sanottu.

²⁴⁸ Tässä tutkimuksessa lähdetään *Havansin* tavoin siitä, että kohdeyrityksellä on fyysiset osakekirjat (paperikappaleet) ks. *Havansi* 1979 s. 73. Osakkeen panttauksesta, kun osakekirjoja ei ole ks. mts. 215–244.

²⁴⁹ *Havansi* 1979 s. 381, jossa käytetään nimitystä ”tertius-luottamusmies” ja *Kansmark – Roos* 1994 s. 87, jossa soveliaiksi kolmansiksi todetaan pankit ja asianajajat.

²⁵⁰ *Helminen* 1995e s. 88–89.

²⁵¹ *Kansmark – Roos* 1994 s. 30 ja *Havansi* 1979 s. 381 av. 91, jossa todetaan talletuksen tai panttauksen aiheuttaman osakekirjojen fyysisen poissaolon omistajansa hallinnasta tehokkaasti rajoittavan ulkopuolisten halua ryhtyä hankintatoimiin sanotulta omistajalta.

²⁵² *Helminen* 1995e s. 88. Avosiirtomerkinnästä ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 253.

²⁵³ *Kartio* 2001 s. 84–85 ja *Kansmark – Roos* 1994 s. 87, jossa mainitaan myös poikkeuksista pääsääntöön lähinnä perheoikeudellisten saantojen alueella. Ks. myös osakekirjattoman osakkeen esineoikeudellisia vaikutuksia perustavan luovutuksen edellytyksenä olevasta sopimuksesta ja esineoikeudellisia vaikutuksia perustavan panttauksen edellyttämästä denuntiaatioilmoituksesta kohdeyritykselle *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 253.

on merkitystä vain varallisuusosoikeuksien osalta. Osakkeen hallinnoimis-
oikeuksien käyttö ei ole suoraan sidottu osakekirjan hallintaan.²⁵⁴

4.2.4 Osakassopimuksen suostumuslauseke

Osakassopimuksessa voidaan määrätä, että osakkeen luovutukselle on saatava suostumus joko kohdeyritykseltä tai muilta sopimuspuolilta. Luovutuskielto määräyksen tavoin myös suostumuslausekkeessa on tarkoin lueteltava saannot ja luovutuksensaajat, joita suostumuslauseke koskee. Sopimusperusteinen suostumuslauseke voi koskea vain vapaaehtoisia saantoja eikä esimerkiksi osakkeen myyntiä pakkotäytäntöönpanossa voi estää suostumuslausekkeen perusteella.²⁵⁵ Suostumuslausekkeeseen otetaan tavallisesti OYL 3:4.2:a mukaileva määräys suostumusharkinnan enimmäisajasta, jonka kuluttua suostumus katsotaan annetuksi, vaikkei tästä luovuttajalle mitään ilmoitettaisikaan.²⁵⁶

Pääomasijoittajan on muotoiltava osakassopimuksen suostumuslauseke eksplisiittisesti niin, että suostumusta on velvollinen hakemaan osakkeen luovuttaja, koska lausekkeen suhteen bona fide oleva luovutuksensaaja ei välttämättä tule sidotuksi osakassopimusperusteiseen suostumuslausekkeeseen. Lisäksi pääomasijoittajan kannattaa edellyttää lausekkeessa luovutuksensaajan sitoutumista osakassopimukseen suostumuksen ehtona.²⁵⁷

Suostumuksen kieltämisedellytyksenä on yleisesti asiallinen syy ja tällaiset syyt kannattaa selvyiden vuoksi mahdollisuuksien mukaan luetteloida osakassopimuksessa. Suostumuksen kieltämissyiksi voidaan asettaa esimerkiksi luovutuksensaajalta puuttuva sukulaisuussuhde luovuttajaan tai luovutuksensaajan kilpaileva toiminta kohdeyrityksen kanssa. Myös se, että luovutuksensaaja kieltäytyy sitoutumasta osakassopimukseen, on asiallinen syy suostumuksen epäämiseksi.²⁵⁸

²⁵⁴ *Kyläkallio – Iirola – Kyläkallio* 2002 s. 244–245. Kuitenkin tullaan merkityksi osake- ja osakasluetteloon, on luovutuksensaajan OYL 3:11.1 mukaan ”esitettävä saannostaan luotettava selvitys” (kurs. tässä), mikä käytännössä lienee helpointa osoittaa toteen asianmukaisin siirtomerkinnöin varustetulla osakekirjalla. Ks. myös OYL 3:13.1 osakeluettelomerkinnän vaikutuksista osakasoikeuksien käyttämiseen.

²⁵⁵ *Kansmark – Roos* 1994 s. 78 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 220–221.

²⁵⁶ *Helminen* 1995e s. 85.

²⁵⁷ *Helminen* 1995e s. 84.

²⁵⁸ *Kansmark – Roos* 1994 s. 78. Asiallisen syyn vaatimuksesta ks. myös *Mäntysaari* 2002 s. 293–294 ja oikeuskäytännöstä analogisesti soveltaen KKO 2001:57, jossa lausuttiin yhtiöjärjestysperusteisen suostumuslausekkeen yhteydessä suostumuksen asiallisesta perustelusta.

Mikäli kohdeyrityksellä on sekä osakassopimus- että yhtiöjärjestysperusteinen suostumuslauseke, määrätään tavallisesti osakassopimuksen suostumuslauseke ensisijaiseksi. Yleensä sovitaan myös, että sopimuspuolet eivät vetoa yhtiöjärjestysperusteiseen suostumuslausekkeeseen jätettyään käyttämättä sopimusperusteisen suostumuksen epäämismahdollisuutensa.²⁵⁹ Yhtiöjärjestyksen suostumuslauseke on kuitenkin aina yhtiöoikeudellisesti pätevä riippumatta osakassopimuksen määräyksistä tai siitä, onko luovutuksensaaja bona tai mala fide yhtiöjärjestysmääräyksen suhteen.²⁶⁰

Osakassopimuksen suostumuslauseke on pääomasijoittajan kannalta edullinen, koska sen käyttäminen ei sido varoja ja se tarjoaa joustavan instrumentin ei-toivottujen osakeluovutusten estämiseksi. Suostumuslausekkeen riski pääomasijoittajalle seuraa ennen kaikkea perusteettomasta suostumuksesta kieltäytymisestä. Tällöin pääomasijoittaja voi altistua suostumuslausekkeen sovittelulle etenkin, ellei luovuttajalle tarjota muuta keinoja luopua omistuksestaan soveliaalla hinnalla. Osakassopimuksen suostumuslausekkeeseen voidaankin yhdistää suostumuksesta kieltäydyttäessä kohdeyrityksen velvollisuus lunastaa luovutettavat osakkeet tai velvollisuus asettaa kohdeyritys selvitystilaan kohdeyrityksen purkamiseksi. Myös välimiesratkaisun käyttäminen on mahdollista.²⁶¹

4.2.5 Perustajaosakkaiden ja johdon osakeoptiot

Paitsi rahoitusinstrumenttina, osakeoptioita voidaan käyttää pääomasijoituksessa myös sitouttamaan perustajaosakkaita ja operatiivista johtoa kohdeyrityksen toimintaan.²⁶² Sitouttavan vaikutuksen varmistamiseksi optioiden voimassaolo on liitettävä haltijan osakeomistuksen jatkumiseen. Osakeoptioiden antamisesta voidaan sopia osakassopimuksessa tai muusakin sopimuksessa, kuten toimitusjohtajasopimuksessa, eikä seuraava tarkastelu ole siksi tiukasti osakassopimussidonnainen.²⁶³

Osakeoptiot sitouttavat haltijansa kohdeyritykseen sitä paremmin, mitä pidemmälle tulevaisuuteen niiden käyttömahdollisuuden alkaminen on asetettu. Käytännössä pitkäkestoiset osakeoptiot ovat hyvä tapa sitouttaa

²⁵⁹ *Helminen* 1995e s. 84–85 ja soveltaen *FVCA* 2003 määräys 15.1.4.

²⁶⁰ *HE 27/1977 vp* s. 31. Osakkeen luovuttajan ja saajan suhteesta kun yhtiö epäsuostumuksen yhtiöjärjestyksen suostumuslausekkeen nojalla ks. *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 346.

²⁶¹ *Kansmark – Roos* 1994 s. 80 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 228–229.

²⁶² *Lauriala* 2004 s. 187.

²⁶³ Osakeoptioiden juridisteknisistä ominaisuuksista ks. edellä alajakso 3.2.3.2.

haltijoitaan erityisesti tuotekehityspainotteiseen kohdeyritykseen. Lyhytkestoisilla osakeoptioilla on vaara muuttaa kohdeyrityksen kannustinjärjestelmä pikavoittoautomaatiksi. Useimmilla toimialoilla tämä ei ole pääomasijoittajan toivoma lopputulos.²⁶⁴ Suomalaisessa empiirisessä tutkimuksessa on havaittu optioiden olevan onnistunut keino sitouttaa johto kohdeyritykseen.²⁶⁵

Optioiden sitouttamiskyvyn ongelmaksi saattaa nousta kohdeyrityksen ulkopuolisten eli markkinasidonnaisten tekijöiden vaikutus osakeoption kohde-etuuden arvoon. Optionhaltija voi suotuisassa yleisessä taloussuhdanteessa saavuttaa huomattavat optiovoitot, vaikka oma toiminta olisi kohdeyrityksen kannalta heikkoa.

Heikkenevässä taloussyklissä ja yleisesti laskevien osakekurssien aikana pienenee parhaankin yksittäisen johtajan mahdollisuus saada omilla toimenpiteillään kohdeyritys menestymään siten, että osakeoptio kehittyy voitolliseksi. Osakeoption sitouttava vaikutus on tällöin normaalisuhdanetilannetta heikompi. Ongelmaa voidaan lievittää indeksoiduilla osakeoptioilla, joissa osakeoption toteutushinta sidotaan toimialan yleiseen indeksiin. Optionhaltijalta vaaditaan tällöin joka tilanteessa ainoastaan toimialan keskiarvoa parempaa suoritusta, ja mahdollisuus optiovoittojen saavuttamiseen myös laskevassa taloussuhdanteessa säilyy.²⁶⁶

4.3 Perustajaosakkaiden osakeluovutuksiin reagoiminen

4.3.1 Osakassopimuksen etuostolauseke

Sopimuspuolten osakassopimukseen perustuva mahdollisuus reagoida osakkeiden luovutukseen lunastusoikeutta käyttämällä muotoillaan tavallisesti etuostolausekkeen muotoon. Tällaisessa määräyksessä velvoitetaan luovuttaja²⁶⁷ tarjoamaan luovutettavaa osake-erää ennen luovutusta osakassopimuksen osoittamalle taholle lunastettavaksi. Etuostolausekkeessakin on tulkintakysymysten helpottamiseksi määrättävä tarkasti ainakin niistä saannoista ja luovutuksensaajista²⁶⁸, joiden suhteen lunastusta voidaan käyttää. Etu-

²⁶⁴ *Ikäheimo – Löytyniemi – Tainio* 2003 s. 154.

²⁶⁵ *Hansson – Liljeblom – Löflund – Maury – Pasternack – Rosenberg* 2002 s. 47, jossa viitataan *Larjomaan* tutkimukseen vuodelta 2000.

²⁶⁶ *Hansson – Liljeblom – Löflund – Maury – Pasternack – Rosenberg* 2002 s. 41.

²⁶⁷ *Kansmark – Roos* 1994 s. 69 ja *Lowzow&Reed* 1993 s. 245.

²⁶⁸ *Kansmark – Roos* 1994 s. 71.

ostolausekkeen nojallakaan ei voida estää osakkeiden siirtymistä pakkotäytäntöönpanossa.²⁶⁹ Lisäksi on syytä määrätä aikarajasta, johon mennessä lunastukseen halukkaan on ilmoitettava lunastuksen tekemisestä.²⁷⁰

Vaikeiden arvostuskiistojen välttämiseksi osakassopimuksessa on syytä sopia myös lunastushinnan määrittelystä. Tällöin punnittavaksi tulee yhtäältä luovuttajan oikeus kohtuulliseen korvaukseen osakkeistaan ja toisaalta jäljellejäävien osakkaiden maksuvelvollisuus ja -kyky sekä halu säilyttää osakaspiiri muuttumattomana. Luovuttajan edut huomioidaan parhaiten asettamalla lunastushinta vastaamaan osakkeen todellista arvoa, jonka määrittäminen ei ole edes menetelmällisesti²⁷¹ yksiselitteistä. Lunastukseen oikeutettujen halutessa lukita osakaspiiri henkilömuutoksilta tulee lunastushinta määrätä osakkeen todellista arvoa halvemmaksi, esimerkiksi nimellisarvoon.²⁷² Liian alhainen lunastushinta saattaa kuitenkin loukata osakkaan periaatteellista luovutusvapautta ja alentaa sovittelukynnystä.

Osakassopimusperusteisen etuostolausekkeen ja yhtiöjärjestyksen lunastuslausekkeen keskinäiseen suhteeseen pätee soveltaen edellä suostumuslausekkeen yhteydessä sanottu.²⁷³

Pääomasijoittajan kannalta etuostolauseke tarjoaa joustavan instrumentin osakaspiirin säätelyyn. Päätökset lunastuksesta voidaan ainakin lähtökohtaisesti tehdä in casu. Yhtiöjärjestyksen lunastuslausekkeeseen verrattuna eduksi on katsottava, että luovuttaja säilyttää täydet osakasoikeudet²⁷⁴

²⁶⁹ *Helminen* 1995e s. 85 ja *Kansmark – Roos* 1994 s. 67. Osakassopimuksessa voidaan myös määrätä lunastusoikeudesta, joka kohdistuu perustajaosakkaan osakkeisiin tämän irtisanoutuessa kohdeyrityksestä. Lunastusoikeus realisoituu siis työsuhteen päättymisen eikä osakkeiden luovutuksen perusteella, kuten etuostolauseketta käytettäessä. Tällaisesta lunastusoikeudesta, jolla halutaan ensi sijassa varmistaa perustajaosakkaan työpanoksen säilyminen kohdeyrityksessä eikä niinkään estää ei-toivottuja tahoja saavuttamasta omistusasemaa ks. *Lauriala* 2004 s. 180 ja *FVCA* 2003 määräys 15.5.

²⁷⁰ *Helminen* 1995e s. 86, jossa mainitaan yleiseksi lunastusvaatimuksen ilmoittamisen takarajaksi kaksi kuukautta luovutustiedon saamisesta. Tämä on myös OYL 3:3.2:ssa säädetty maksimiaika yhtiöoikeudellisen lunastusvaatimuksen ilmoittamiseen. Vrt. *Lowzow & Reed* 1993 s. 246, jossa lakisääteisen kahden kuukauden aikarajan kategoriseen analogiseen soveltamiseen osakassopimukseen suhtaudutaan epäillen, vaikka todetaankin olosuhteiden salliessa lakisääteisen aikarajan tarjoavan yhden lähtökohdan kohtuullisen lunastusilmoitusjakson pituuden arviointiin.

²⁷¹ Soveltaa voidaan ainakin osinkoperusteista, kassavirtaperusteista tai taloudellisen lisäarvon määrittämiseen perustuvaa mallia ks. *Kallunki – Martikainen – Niemelä* 1999 s. 82–104. Mallit eroavat toisistaan ainakin vieraan pääoman tuoton ja kirjanpidon harkinnanvaraisuuden asteen huomioinnottamisessa.

²⁷² *Kansmark – Roos* 1994 s. 76.

²⁷³ Alajakso 4.2.4.

²⁷⁴ OYL 3:3.4, jonka mukaan luovutuksensaajalla on mahdolliseen lunastuksen toteuttamiseen asti vain varallisuusosakkeita.

lunastukseen tai sen toteuttamatta jättämiseen saakka. Haittapuolena pääomasijoittajan kannalta on, että lunastuksen toteuttaminen sitoo varoja joko jäljellejääviltä osakkailta, kohdeyritykseltä tai molemmilta.²⁷⁵

4.3.2 Myötämyyntioikeus

Jos joku sopimuspuolista on myymässä osakkeitaan ulkopuoliselle taholle, antaa osakassopimuksen myötämyyntioikeusmääräys pääomasijoittajalle oikeuden myydä osakkeensa samaan hintaan samalle ulkopuoliselle taholle. Yleensä tällöin on kyse teollisesta irtautumisesta (trade sale). Määräyksen perusteella pääomasijoittajalla on siis mahdollisuus mutta ei velvollisuutta irtautua sijoituksestaan, mikäli suunnitellun myyntijärjestelyn ehdot täyttävät pääomasijoittajan kriteerit.²⁷⁶ Osakkeidensa myyntiä järjestevän osakkaan kannalta myötämyyntioikeus velvoittaa jo irtautumisen alkuvaiheen suunnittelusta lähtien ottamaan pääomasijoittajan edut huomioon. Tässä mielessä myötämyyntioikeutta voi pitää myyjän neuvottelumahdollisuuksia rajoittavana ja opportunistisia lieventävänä osakassopimusmääräyksenä.

Sopimusmääräyksessä määritellään tyypillisesti aika, jonka kuluessa kohdeyrityksen hallituksen on ostotarjouksesta tiedon saatuaan informoitava pääomasijoittajaa. Pääomasijoittajan on myös sovituksessa ajassa ilmoitettava mahdollisesta myötämyyntihalukkuudestaan hallitukselle. Myötämyyntioikeus voidaan ulottaa koskemaan myös tilannetta, jossa alkupeäinen myyntisuunnitelma koskee vain osaa myyjän osakkeista. Tällöin myötämyyntioikeus koskee vastaavaa suhteellista osaa pääomasijoittajan osakkeista.²⁷⁷

Myötämyyntioikeus vähentää myös pääomasijoittajan valvontakustannuksia, koska tarve tarkkailla perustajaosakkaiden irtautumisaikkeitä vähennee. Samalla se saattaa laajentaa pääomasijoittajan omia irtautumismahdollisuuksia tuomalla esiin irtautumiskanavia myös pääomasijoittajan omien kontaktiverkkojen ulkopuolelta. Toisaalta myötämyyntioikeus voidaan osakassopimuksessa kohdistaa myös muille sopimuspuolille pääomasijoittajan opportunistisen irtautumisen varalle,²⁷⁸ mikä osaltaan saattaa hankaloittaa sijoittajan irtautumissuunnitelman toteuttamista.

²⁷⁵ *Kansmark – Roos* 1994 s. 77–78.

²⁷⁶ *Lauriala* 2004 s. 185–186.

²⁷⁷ *FVCA* 2003 määräys 15.4.3.

²⁷⁸ *Ibid.*

4.4 Pääomasijoittajan oman irtautumisen varmistaminen

4.4.1 Myötämyyntivelvollisuus

Osakassopimusmääräyksen tarkoitus on vahvistaa ja varmistaa pääomasijoittajan mahdollisuuksia irtautua sijoituksestaan lähinnä teollisen myynnin tilanteessa. Määräys velvoittaa muut omistajat pääomasijoittajan niin halutessa myymään osakkeensa samoilla ehdoilla, kuin millä pääomasijoittaja on sitoutunut myymään omat osakkeensa. Myötämyyntivelvollisuus parantaa pääomasijoittajan mahdollisuuksia saada sijoituksestaan korkeampi tuotto, koska ostaja saa samoilla ehdoilla mahdollisuuden ostaa kohdeyrityksen kaikki osakkeet. Samalla pääomasijoittaja varmistaa lopullisen tavoitteensa eli menestyksellisen irtautumisen saavuttamista.²⁷⁹

Myötämyyntivelvollisuus on pääomasijoittajan kannalta erittäin vahva osakassopimusmääräys ja se antaa säännönmukaisesti vähemmistöosakkaan asemassa olevalle pääomasijoittajalle käytännössä yksinoikeuden päättää halutessaan irtautumisen ehdoista ja pakottaa samalla muut osakkaat luopumaan omistuksestaan.²⁸⁰ Käytännössä myötämyyntivelvollisuusmääräys on kuitenkin verrattain harvinainen, koska useimmiten on ostajan intressissä toteuttaa yritysosto yhteisymmärryksessä perustajaosakkaiden kanssa. Tämä johtuu perustajaosakkaiden osaamisen suuresta merkityksestä integroitaessa kohdeyritystä ostajan liiketoiminnan osaksi ja helpottaa samalla uuden arvon luomista uuteen yhdistettyyn liiketoimintakokonaisuuteen.²⁸¹

Myötämyyntivelvollisuus on myötämyyntioikeuden peilikuva.²⁸² Määräysten erona on ensinnäkin osakemyynnistä aloitteen tekevä taho, joka myötämyyntivelvollisuudessa on pääomasijoittaja ja myötämyyntioikeudessa tyypillisesti perustajaosakas. Edelleen perustajaosakkaat eivät voi kieltäytyä myötämyyntivelvollisuudesta mutta myötämyyntioikeus taas ei oikeudellisesti pakota pääomasijoittajaa myymään osakkeitaan. Määräyksiä yhdistävä piirre on, että molemmissa hyötyvä taho on tyypillisesti pääomasijoittaja.

²⁷⁹ Lauriala 2004 s. 183–184 ja *Cardis – Kirschner – Richelson – Kirschner – Richelson* 2001 s. 205.

²⁸⁰ *FVCA* 2003 määräys 15.4.2.

²⁸¹ Lauriala 2004 s. 184.

²⁸² *Cardis – Kirschner – Richelson – Kirschner – Richelson* 2001 s. 205.

4.4.2 Anti-lockout-määräys

Tämä osakassopimusmääräys on myötämyyntivelvollisuusmääräyksen muunnos, jonka mukaan perustajaosakkaat suostuvat ostamaan yrityskauppatilanteessa pääomasijoittajan osakkeet samoilla ehdoilla, kuin millä ulkopuolinen kolmas taho olisi ne pääomasijoittajalta ostanut.²⁸³

Anti-lockout-määräystä voidaan luonnehtia myös etuostolausekkeen erityiseksi muunnokseksi, joka tarjoaa perustajaosakkaille ainakin mahdollisuuden välttää kohdeyrityksen päätyminen ulkopuolisen omistajan haltuun. Käytännössä perustajaosakkeiden lunastusmahdollisuus ei ole useinkaan realistinen vaihtoehto,²⁸⁴ johtuen lähinnä lunastukseen tarvittavien varojen puuttumisesta.

4.4.3 Realisointietuoikeus

Osakassopimuksessa voidaan määrätä pääomasijoittajalle etuoikeus saada varoja kohdeyrityksen likvidaatiotilanteessa. Likvidaatiossa osakkaille jaetaan kohdeyrityksen nettovarallisuus yhtiötä purettaessa tai sen purkautuessa²⁸⁵, myytäessä joko kohdeyrityksen osakekannasta tai merkittävästä liiketoiminnasta yli puolet ulkopuoliselle tai muussa järjestelyssä, jossa kohdeyrityksen määräysvalta siirtyy ulkopuoliselle.²⁸⁶

Osakassopimusmääräys perustuu tyypillisesti pääomasijoituksen toteuttamiseen erillisellä osakesarjalla, usein etuosakkeella. Tällöin osakassopimuksessa määrätään, että jaettaessa varoja likvidaatiotilanteessa pääomasijoittajien osakkeille jaetaan ensin pääomasijoittajan alkuperäistä sijoitusta vastaava määrä mahdollisesti lisättynä vuotuisella kiinteällä korolla. Tämän jälkeen mahdollisesti ylijäävät varat voidaan jakaa esimerkiksi ainoastaan kantaosakkeen omistajille heidän omistustensa suhteessa (*straight liquidation preference*). Voidaan myös määrätä, että ylimenevät varat jaetaan kaikille osakkaille osakeomistusten suhteessa (*participating liquidation preference*).²⁸⁷ Edellisen, aggressiivisesti pääomasijoittajaa suosivan version muunnoksena voidaan sopia, että ylijäävistä varoista jaetaan ensin

²⁸³ Lauriala 2004 s. 185.

²⁸⁴ Ibid.

²⁸⁵ *Kyläkallio – Irola – Kyläkallio* 2002 s. 922–923. Yhtiön purkamisessa toiminta päättyy joko vapaachtoisen tai pakkoselvitystilan keinoin taikka konkurssin kautta ks. OYL 13 luku. Purkautumisessa taas kohdeyritys jakautuu useammaksi yhtiöksi tai sulautuu toiseen yhtiöön ks. OYL 14 ja 14a luvut.

²⁸⁶ Lauriala 2005 s. 12. Osakeyhtiön määräysvallasta ks. OYL 1:3.

²⁸⁷ Tämyntyyppisestä muotoilusta ks. *FVCA* 2003 määräys 15.6.1.

pääomasijoittajille tietty pääomasijoituksen monikerta, jonka jälkeen loput varoista omistusoikeuksien suhteessa perustajaosakkaille (*capped participating liquidation preference*).²⁸⁸

Myötämyyntivelvollisuuden verrattuna realisointietuoikeus on yksityiskohtaisempi ja vaikuttaa enemmän osakkaiden keskinäisiin oikeuksiin. Mainittujen osakassopimusmääräysten keskinäistä suhdetta voidaan kuvata niin, että myötämyyntivelvollisuudella vaikutetaan ensi sijassa kaikille osakkaiden yhteensä jaettavaksi tulevan varallisuuden kokoon ja realisointietuoikeudella tästä koko varallisuudesta kullekin osakkaalle lopulta kuuluvan osuuden suuruuteen.

Realisointietuoikeusmääräystä voi pitää etuosakkeelle kohdeyrityksen varoja jaettaessa lakisääteisesti kuuluvan erityisen taloudellisen edun velvoiteoikeudellisena vastineena. Velvoite- ja yhtiöoikeudellisen ristiriitatilanteen varalta sopimuspuolet sitoutuvatkin usein asettamaan osakassopimuksen realisointietuoikeusmääräyksen ensisijaiseksi yhtiöjärjestyksen etuosakemääräykseen verrattuna.²⁸⁹ Osakassopimuksen määräyksellä ei kuitenkaan voida sinänsä tehdä tehottomaksi yhtiöjärjestysmääräykseen perustuvaa etuosakkeen taloudellista etua.

Osakassopimusmääräyksellä varmistetaan pääomasijoittajan irtautuminen vaikeissakin olosuhteissa. Takeita pääomasijoittajan tuottotavoitteen saavuttamisesta määräyksellä ei kuitenkaan saavuteta. Realisointietuoikeutta voidaan myös hyvällä syyllä luonnehtia jopa eräänlaiseksi viimeiseksi varautumiskeinoksi, jolla pääomasijoittaja pakkotilanteessa pelastaa, mitä pelastettavissa on. Pääomasijoittaja voi käyttää määräyksiä aktiivisesti tai passiivisesti riippuen kohdeyrityksen taloudellisesta tilanteesta. Aktiivisessa käytössä pääomasijoittaja itse tekee päätöksiä, jotka johtavat määräysten hyödyntämiseen. Passiivisessa käytössä muiden tahojen, tyypillisesti perustajaosakkaiden, toiminta johtaa määräysten käyttöön. Joka tapauksessa määräys pienentää pääomasijoittajan kohdeyrityksen johtoon kohdistaman valvonnan aiheuttamia kustannuksia.

²⁸⁸ Lauriala 2005 s. 13–16, jossa todetaan kaikkia realisointietuoikeusmääräyksiä voitavan modifioida monipuolisesti erilaisten neuvottelutilanteiden huomioonottamiseksi.

²⁸⁹ Lauriala 2005 s. 13.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Pääomasijoittajan yleinen tarve käyttää osakassopimusta johtuu OYL:n painottumisesta laajan osakaskunnan omaavien suurten yhtiöiden tarpeisiin. Käytännön tasolla pääomasijoituksen osakassopimus on OYL:iin verrattuna yksityiskohtaisempi, monipuolisempi ja dynaamisempi säätelyvaihtoehto. Pääomasijoituksen osakassopimus on peruspiirteiltään pitkäkestoinen liikesopimus, jonka sisällön muotoilussa keskeiseksi nousevat sijoituksen kohdeyrityksen yksilölliset piirteet. Varsinkin valmiita mallisopimuksia hyödyntäessään pääomasijoittajan on kuitenkin osakassopimusta laatiessaan huomioitava myös vakioehtoproblematiikka. Lisäksi myöhempien tulkintaongelmien välttämiseksi epäselvyysäännön tiedostamisen merkitys korostuu.

Osakassopimuksen tehosteista sopimussakko on pääomasijoittajan kannalta merkittävin. Sillä on sekä osakassopimuksen noudattamista varmistava preventiivinen tarkoitus että sopimusrikosta aiheutuneita vahinkoja tehokkaasti kompensoiva reparatiivinen vaikutus. Myös vahingonkorvaus tulee tehosteena kysymykseen.

Pääomasijoituksen osakassopimuksella ei pääsääntöisesti ole yhtiöoikeudellista vaikutusta kohdeyrityksen yhtiöelinten päätöksiin. Sen sijaan OYL:n absoluuttiset säännökset ohittavat aina osakassopimuksen määräykset *inter partes*. Yhtiöjärjestyksen määräysten velvoiteoikeudellinen läpäisyvoima on OYL:n absoluuttisia säännöksiä heikompi ja oikeustila ei ole vakiintunut. Yleisemmin yhtiöjärjestykseen verrattuna osakassopimus on joustava, kustannustehokas, nopea ja ei-julkinen sijoitussuhteen säätelyväline.

Pääomasijoittajan motiivit osakassopimuksen käyttämiseksi voidaan jakaa osakassopimuksen kontrolli- ja riskienhallintafunktion. Kontrollifunktion avulla pääomasijoittaja lievittää asymmetrisen informaation ongelmaa suhteessa perustajaosakkaisiin, sitouttaa perustajaosakkaat kohdeyritykseen ja turvaa alkuperäisen sijoituksensa mukaisen valta-aseman ajan kuluessa. Riskienhallintafunktiolla pääomasijoittaja turvaa pääomapanoksensa säilymistä ja takaisinsaantia. Riskienhallinta on aktiivista tai passiivista siitä riippuen, turvautuuko pääomasijoittaja osakassopimuksen määräykseen omasta aloitteestaan vai reaktiona perustajaosakkaan toimenpiteisiin.

Pääomasijoittajan omistus voi dilutoitua rahastoannin, osakkeiden jakamisen tai suunnatun uusannin yhteydessä. Diluutiovaikutukselta suojautumisessa on keskeistä huomioida pääomasijoituksen toteutukseen usein käytettyjen välipääomainstrumenttien muuntosuhteen merkitys. Diluutio-

tilanteissa muuntosuhdetta on voitava osakassopimuksen perusteella korjata pääomasijoittajan omistuksen suojaamiseksi.

Mekaaniset diluutiosuojamääräykset varmistavat pääomasijoittajan asemaa rahastoannissa ja osakkeiden jakamisessa. Näissä tilanteissa pääomasijoittaja on myös OYL:n perusteella yhtiöoikeudellisesti hyvin suojattu diluutiota vastaan. Osakassopimusmääräysten käyttöä puoltaa kuitenkin toteutuksen joustavuus, vaivattomuus ja mahdollisuus velvoiteoikeudellisten tehosteiden käyttöön. Lisäksi yhtiöoikeudellisten sääntöjen soveltamisesta ei ole kattavaa oikeuskäytäntöä ja oikeustila on epäselvä.

Hintaperusteiset diluutiosuojamääräykset varmistavat pääomasijoittajan asemaa suunnatun uusannin synnyttämää diluutiouhkaa vastaan. Nämä velvoiteoikeudelliset suojamääräykset ovat pääomasijoittajalle välttämättömiä, koska yhtiöoikeudellista vastinetta ei ole. Tyypillisiä osakassopimusperusteisia poikkeuksia hintaperusteisten suojamääräysten soveltamiseen ovat muun muassa henkilökunnan kannustinannit ja yritysostojen rahoitukseen käytettävät uusannit.

Pääomasijoittajan ennakoiva varautuminen osakastahojen ei-toivottuun vaihtumiseen perustuu suurimmaksi osaksi osakassopimukseen. Yhtiöoikeudellisten keinojen tehoa vähentää OYL:n osakkeen vapaan luovutettavuuden periaate. Preventiivisesti osakastahojen vaihtumista voidaan estää ensinnäkin osakkeen luovutus- ja panttauskiellolla sekä osakassopimuksen suostumuslausekkeella, joiden teho perustuu osakassopimuksen tehosteisiin. Osakassopimusperusteinen osakkeen panttaus ja lainaus kolmannen haltuun taas perustuu toimenpiteiden esineoikeudellisiin vaikutuksiin. Osakeoptioiden preventiivinen teho syntyy lähinnä taloudellisen edun menettämisen riskistä.

Osakassopimuksen etuostolauseke ja myötämyyntioikeus suojaavat pääomasijoittajaa, jos muu osakastaho preventiivisistä määräyksistä huolimatta luopuu osakkeistaan. Edellisen määräyksen perusteella pääomasijoittaja voi jatkaa kohdeyrityksen omistajana lunastamalla luovutettavat osakkeet itselleen. Jälkimmäinen määräys antaa pääomasijoittajalle oikeuden liittyä osakkeiden luovutukseen. Osakassopimuksen myötämyyntivelvollisuus, anti-lockout-määräys ja realisointietuoikeus taas turvaavat pääomasijoittajan oma-aloitteista irtautumista sijoituksestaan.

Tutkimuksessa käsiteltyjen yksittäisten osakassopimusmääräysten suhde pääomasijoittajan motiiveihin osakassopimuksen käyttämiseksi ja omistusrakenteen erilaisiin muutostilanteisiin voidaan lopuksi tiivistää kaavion muotoon.

			OMISTUSRAKENTEEN MUUTOSTILANNE			
			kvantitatiivinen	kvalitatiivinen		
				preventiiviset keinot	reaktiiviset keinot	pääomasijoittaja-aloitteiset keinot
PÄÄOMASUJOITTAJAN MOTIIVI	kontrollifunktio	asymmetrisen informaation lievittäminen		osakeoptiot		
		oman valta-aseman säilyttäminen	mekaaninen diluutiosuojaus hintaperusteinen diluutiosuojaus		etuostolauseke	
		perustaja-osakkaiden sitouttaminen		luovutus- ja panttauskielto tallettaminen ja panttaaminen kolmannelle suostumus-lauseke osakeoptiot		
	riskienhallintafunktio	aktiivinen				myötämymynti-velvollisuus anti-lockout realisointi-etuoikeus
		passiivinen			myötämymynti-oikeus realisointi-etuoikeus	

LÄHTEET

- Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki*: Suomen yhtiöoikeus. WSOY Lakitieto, Helsinki 2000.
- Ali-Yrkkö, Jyrki – Hyytinen, Ari – Liukkonen, Johanna*: Pääomasijoituksista irtautuminen: tuloksia Suomesta. Elinkeinoelämän Tutkimuslaitos, Keskusteluaiheita No. 781. Etna, Helsinki 2001.
- Anthony, Robert N. – Govindarajan, Vijay*: Management Control Systems. Ninth edition. Irwin/McGraw-Hill, Boston 1998.
- Aro, Pirko-Liisa*: Sopimussakon ja vahingonkorvauksen suhteesta rakennusurakassa. Defensor Legis 1971 s. 323–339. (Aro, DL 1971)
- Aurejärvi, Erkki – Hemmo, Mika*: Velvoiteoikeuden oppikirja. 2. painos. Condictio, Helsinki 1998.

- Bono, Ulla*: Osakassopimuksen irtisanominen. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 187–197. Turun yliopisto, Turku 1995.
- Brealey, Richard A. – Myers, Stewart C.*: Principles of Corporate Finance. Fourth edition. McGraw – Hill, New York 1991.
- Cardis, Joel – Kirschner, Sam – Richelson, Stan – Kirschner, Jason – Richelson, Hildy*: Venture Capital – The definitive guide for entrepreneurs, investors, and practitioners. Wiley, New York 2001.
- Caselius, Ilmari*: Osakkeen luovutuskieollosta. Defensor Legis 1949 s. 289–299. (*Caselius*, DL 1949)
- Coyle, Brian*: Venture Capital & Buyouts. Glenlake, Chicago 2000.
- Gompers, Paul – Lerner, Josh*: The Venture Capital Cycle. MIT Press, cop., Cambridge (MA) 2000.
- Halila, Heikki – Hemmo, Mika*: Sopimustyyppit. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1996.
- Hallituksen esitys* Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi, 1977 vp. N:o 27. (*HE 27/1977 vp*)
- Hallituksen esitys* Eduskunnalle oikeustoimen kohtuullistamista koskevaksi lainsäädännöksi, 1981 vp. N:o 247. (*HE 247/1981 vp*)
- Hansson, Mats – Liljebloom, Eva – Löflund, Anders – Maury, Benjamin – Pasternack, Daniel – Rosenberg, Matts*: Kannustinjärjestelmät sekä niiden toimivuus suomalaisissa valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 2/2002. Edita, Helsinki 2002.
- Havansi, Erkki*: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1979.
- Havansi, Erkki*: Ulosotto-oikeuden pääpiirteet. Toinen painos. Helsingin yliopisto, rikos- ja prosessioikeuden sekä oikeuden yleistieteiden laitos, Helsinki 2000.
- Helminen, Sakari*: Johdannoksi osakassopimuksesta. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 5–18. Turun yliopisto, Turku 1995. (*Helminen 1995a*)
- Helminen, Sakari*: Luovutusrajoituksia sisältävien osakassopimusten sitovuus konkurssissa. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 99–110. Turun yliopisto, Turku 1995. (*Helminen 1995b*)
- Helminen, Sakari*: Oikeustoimilain sovittelusääntö ja osakassopimus. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 89–97. Turun yliopisto, Turku 1995. (*Helminen 1995c*)
- Helminen, Sakari*: Osakassopimuksen tehtävä. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 19–34. Turun yliopisto, Turku 1995. (*Helminen 1995d*)
- Helminen, Sakari*: Osakassopimuksesta osakeyhtiössä. Lisensiaatintutkimus. Turun yliopisto, Turku 1995 (julkaisematon). (*Helminen 1995e*)
- Hemmo, Mika*: Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa – Siviilioikeudellinen tutkimus. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1994.
- Hemmo, Mika*: Irtisanomisvapaus ja pitkäkestoiset liikesopimukset. Defensor Legis 1996 s. 328–346. (*Hemmo*, DL 1996)
- Hemmo, Mika*: Sopimus ja delikti – Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunuoioista. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.
- Hemmo, Mika*: Vahingonkorvausoikeuden oppikirja. WSOY, Helsinki 2002.

- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus I. Toinen, uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2003. (*Hemmo* 2003a)
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus II. Toinen, uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2003. (*Hemmo* 2003b)
- Hemmo, Mika*: Sopimusoikeus III Talentum, Helsinki 2005.
- Huhtamäki, Ari*: Luotonantajavastuu. Lender Liability Suomessa – velvoiteoikeudellinen tutkimus luotonantajan vastuusta luotonottajaa kohtaan erityisesti USA:n oikeuteen verrattuna. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1993.
- Huttunen, Allan*: Osakeyhtiön yhtiökokouksesta. Kirjayhtymä, Helsinki 1984.
- Huttunen, Allan*: Osakassopimuksen rikkomisen vaikutus yhtiökokouksen päätöksen pätevytyteen. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 111–179. Turun yliopisto, Turku 1995.
- Ikäheimo, Seppo – Löyttyniemi, Timo – Tainio, Risto*: Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmät – Hyvä saa palkkansa? Talentum, Helsinki 2003.
- Jokela, Antti*: Osakassopimuksen välityslausekkeesta. Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 199–223. Turun yliopisto, Turku 1995.
- Jänkälä, Pasi*: Ammattimainen pääomasijoittaminen Suomessa vuonna 1994. Suomen pääomasijoitusyhdistys, Helsinki 1996.
- Kallunki, Juha-Pekka – Martikainen, Teppo – Niemelä, Jaakko*: Yrityksen arvonmääritys. Kauppakaari, Helsinki 1999.
- Kangas, Urpo*: Lesken oikeudellinen asema – Oikeusdogmaattinen tutkimus lesken sosiaaliturvan laajuudesta. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1982. (*Kangas*)
- Kanniainen, Vesa*: Yritysjohdon kannustinpalkkaus ja päämies-agenttiteoria. Teoksessa Näkökulmia oikeustaloustieteeseen (toim. Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle). s. 97–113. Gaudeamus, Helsinki 1996.
- Kansmark, Jan – Roos, Carl Martin*: Aktieägaravtal – en kortfattad handbok. Andra upplagan. Fritzes, Stockholm 1994.
- Kartio, Leena*: Esineoikeuden perusteet. 2., uudistettu painos. Kauppakaari, Helsinki 2001.
- Komiteanmietintö 1969:A20*. Ehdotus uudeksi osakeyhtiölaiksi. Helsinki 1969. (*KM 1969:A20*)
- Koski, Pauli – af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölaki selityksin I – luvut 1–8 sekä voimaannosäännökset. Neljäs, uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1998.
- Kyläkallio, Juhani*: Osakassopimus osakeyhtiössä. Defensor Legis 1991 s. 137–149. (*Kyläkallio, DL 1991*)
- Kyläkallio, Juhani – Iirola, Olli – Kyläkallio, Kalle*: Osakeyhtiö. Edita, Helsinki 2002.
- Lauriala, Jari*: Kontrolli, riski ja informaatio – Tutkimus kasvuyrityksen rahoittamiseen ja transaktioihin liittyvistä juridisista- ja liiketoimintariskeistä, sekä niiden hallitsemisesta velvoite- ja yhtiöoikeudellisin keinoin modernin varallisuus oikeuden ympäristössä. Kauppakaari, Helsinki 2001.
- Lauriala, Jari*: Pääomasijoittaminen. Edita, Helsinki 2004.
- Lauriala, Jari*: Instrumentointi ja liquidation preference -rakenne pääomasijoituksissa. – [Http://www.edilex.fi](http://www.edilex.fi), 10.8.2005.
- Lerner, Josh*: Venture Capital and Private Equity – A Casebook. Wiley, New York 2000.
- Lowzow&Reed advokatfirma ans*: Aksjonæravtaler. Ad Notam Gyldendal AS, Oslo 1993.
- Muukkonen, P. J.*: Yhteistyösopimukset ja lojaliteettivelvollisuus. Teoksessa Juhlajulkaisu Urho Kaleva Kekkonen 1900–3/9–1975 (toim. Hidén, Mikael). s. 356–364. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1975.

- Mäntysaari, Petri*: Osakeyhtiö toimijana. WSOY Lakitieto, Helsinki 2002.
- Norri, Matti*: Osakeyhtiö, käytännön käsikirja. 4., täysin uusittu painos. Rakennustieto, Helsinki 1997.
- Nystén-Haarala, Soili*: The Long-term Contract – Contract Law and Contracting. Finnish Lawyers' Publishing, Helsinki 1998.
- Nystén-Haarala, Soili*: Sopimusoikeus ja sopimusten hallinta. Lakimies 1999 s. 199–209. (*Nystén-Haarala, LM* 1999)
- Olsen, Lena*: Ersättningsklausuler – Vite och andra avtalade ersättningar vid kontraktsbrott. Liber, Stockholm 1986.
- Portin, Göran*: Uppsätlig kontraktsbrott. JFT 1971 s. 37–50. (*Portin, JFT* 1971)
- Pöyhönen, Juha*: Sopimusoikeuden järjestelmä ja sovittelu. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1988.
- Relander, Kaj-Erik*: Venture capital -toiminta ja kansainvälistyvä pk-yritys. Sarja B nro 97. SITRA, Helsinki 1989.
- Roos, Carl Martin*: Avtal och rösträtt – En aktiebolagsrättslig studie. Almqvist & Wiksell, Stockholm 1969.
- Saarnilehto, Ari*: Sitooko osakassopimus sopimusoikeudellisin perustein yhtiötä? Teoksessa Osakassopimuksesta – Juhlajulkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 181–186. Turun yliopisto, Turku 1995.
- Saarnilehto, Ari*: Sopimusoikeuden perusteet. 4. Uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1996.
- Sahlman, William, A.*: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. Journal of Financial Economics, vol. 27, 1990 s. 473–521. (*Sahlman, Journal of Financial Economics* 1990)
- Sandström, Jan*: Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie. Norstedt, Stockholm 1976.
- Savela, Ari*: Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1999.
- Stedman, Graham – Jones, Janet*: Shareholders' Agreements. Second edition. Longman, cop., London 1994.
- Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA)*: Osakassopimusmalli. Helsinki 12.3.2003 (julkaisematon).
- Suomen Pääomasijoitusyhdistys ry (FVCA)*: Utustiedote 5/2004. Suomen pääomasijoitusyhdistys, Helsinki 2004.
- Taskinen, Tommi K. J.*: Johdatus pääomarahaston sopimusoikeudellisiin kysymyksiin. – [Http://www.edilex.fi](http://www.edilex.fi), 10.8.2005.
- Taxell, Lars Erik*: Avtal och rättsskydd. Åbo akademi, Åbo 1972.
- Treitel, G. H.*: An outline of The Law of Contract. Fourth edition. Butterworth, London 1989.
- Van Osnabrugge, Mark – Robinson, Robert J.*: Angel Investing – Matching Start-up Funds with Start-up Companies – The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists. Jossey-Bass, San Francisco 2000.
- Vihma, Väinö*: Sopimussakko. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 1950.
- Villa, Seppo*: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 2001.
- Werlauff, Erik – Nørgaard, Jørgen*: Vedtægt og aktionæraftale. Bikubenfonden, København 1987.
- Wilhelmsson, Thomas*: Vakiosopimus – Sopimussidonnaisuudesta ja kohtuuttomista vakioehdoista. Toinen, uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1995.
- von Willebrand, Martin*: Sopimus- ja yhtiöoikeuden risteyksessä: pääomasijoittajan sijoitus osakeyhtiöön. Defensor Legis 2004 s. 382–390. (*von Willebrand, DL* 2004)

Ämmälä, Tuula: Osakassopimuksen tulkinnasta. Teoksessa *Osakassopimuksesta – Juhla-*
julkaisu professori Allan Huttusen jäädessä eläkkeelle (toim. Saarnilehto, Ari). s. 35–
88. Turun yliopisto, Turku 1995.

OIKEUSTAPAUKSET

KKO 1932 II 28
KKO 1977 II 103
KKO 1982 II 1
KKO 1985 II 130
KKO 8.4.1986 n:o 1198
KKO 1990:171
KKO 1994:95
KKO 1994:108
KKO 1995:204
KKO 1996:7
KKO 1996:19
KKO 1999:33
KKO 1999:42
KKO 1999:68
KKO 2000:102
KKO 2001:27
KKO 2001:57

HHO 5.5.1971 V 1968/546
HHO 9.10.1985 S 1984/510
HHO 9.10.1985 S 1984/512
HHO 9.10.1985 S 1984/513

Orban v. Field (1997) (Yhdysvallat)

LYHENTEET

BL lag (1980:1102) om handelsbolag och enkla bolag (Ruotsi)
DL Defensor Legis
HHO Helsingin hovioikeus
KKO korkein oikeus
LM Lakimies
OikTL laki varallisuus oikeudellisista oikeustoimista 13.6.1929/226
OK oikeudenkäymiskaari
OptioL laki kaupankäynnistä vakioituilla optioilla ja termiineillä 26.8.1988/772
OYL osakeyhtiölaki 29.9.1978/734
UL ulosottolaki 3.12.1895/37
VKL velkakirjalaki 31.7.1947/622
VML laki välimiesmenettelystä 23.10.1992/967

Erkka Pälä

SHAREHOLDERS' AGREEMENT AS VENTURE CAPITALIST'S INSTRUMENT FOR CONTROLLING THE CHANGES IN THE OWNERSHIP STRUCTURE OF THE INVESTEE COMPANY

This study discusses venture capitalist's possibilities to use shareholders' agreement either as a protective instrument against unwanted ownership changes in the investee company or as means for securing exit from the investment according to predefined plans. Various fundamental implications induced by the ownership structure to the control and decision-making of the investee company motivate the discussion frame.

Venture capitalist's motives for utilizing the shareholders' agreement can be split in two. Firstly, by using the control dimension of the shareholders' agreement, the venture capitalist can effectively 1) alleviate the problem of asymmetric information between the acting management of the investee company and investors, 2) strengthen the engagement of the founder shareholders to the investee company and 3) protect its own control position and decision-making capability within the investee company. Secondly, by utilising the risk management dimension of the shareholders' agreement, the venture capitalist ensures the conservation and subsequent successful realization of the capital investment. Furthermore, risk management can be classified to be active or passive depending on whether the venture capitalist initiates the use of the risk management instruments or uses the risk management instruments as reactive measures against actions initiated by other shareholders.

Dilution of the venture capitalist's ownership can in principle stem from a capitalization issue, a share split or a private offering. Use of simple (or mechanical) antidilution protection clauses in the shareholders' agreement secures the venture capitalist's share of ownership against the diluting effects of a capitalization issue or a share split. In addition, use of value based antidilution protection clauses in the shareholders' agreement secures the share of ownership in case of a private offering. Prime examples of exceptions that may preclude the application of value based antidilution protection clauses include a private offering directed to the personnel of the investee company aiming at incentive creation and private offering which is used to finance the purchase of another company.

Venture capitalist's preventive preparation for the unwanted change of other shareholders' identities is primarily based on the clauses of the share-

holders' agreement. The power of the possibly available company law methods is effectively reduced by the strong principle of free transferability of shares. Mentioned preventive measures include shareholders' agreement clauses prohibiting transfer and/or pledge of shares as well as a clause requiring consent before transfer to another party. The power of the mentioned agreement clauses is based on sanctions imposed by the law of contracts. On the other hand, the power of shareholders' agreement clauses that require a shareholder to pledge or deposit the shares in favour of a neutral third party are based on the effects stemming mostly from the law of property. Further, the preventive effect of the ownership of stock options is based on the possible economic loss resulting from losing the options.

Pre-emption and tag along clauses in the shareholders' agreement protect the venture capitalist against situation where another shareholder transfers its shares despite the described preventive agreement clauses. The pre-emption clause entitles the venture capitalist to continue ownership by enabling the venture capitalist to redeem the shares in transfer. The tag along clause gives the venture capitalist an option to join the other shareholders in the transfer act and acquire the same price for its shares as the other shareholders do (passive exit). Drag along, anti-lockout and liquidation preference clauses in their various forms offer in turn the venture capitalist an opportunity to initiate exit from the investment (active exit).