

OIKEUSTIEDE

JURISPRUDENTIA

XXXV

2002

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN VUOSIKIRJA

Toimituskunta

Pekka Vihervuori, puheenjohtaja

Antti Jokela

Matti Ilmari Niemi

Pekka Timonen

Toimittaja

Mika Hemmo

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 603 567, f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

© 2002 kirjoittajat ja Suomalainen Lakimiesyhdistys

ISSN 0355-8215

ISBN 951-855-196-0

ISBN 978-951-855-736-7 (verkkokirja)

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2002

Timo Kaisanlahti

**JULKINEN OSTOTARJOUS
JA OSAKKEEN KÄYPÄ HINTA**

Sisällys

1	JOHDANTO	75
1.1	Tausta	75
1.2	Tavoitteet ja toteutus	77
1.3	Määritelmät ja rajaukset	77
1.4	Kirjoituksen rakenne	79
2	TEHOKKUUSTAVOITE YHTIÖOIKEUDELLISESSA TUTKIMUKSESSA	80
2.1	Tehokkuuden mittarit – Kaldor–Hicks ja Pareto	80
2.2	Tehokkuus ja yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus	83
2.3	Enemmistön lunastusoikeus vastuusuojaäänöksenä	85
3	OSTOTARJOUS JA KÄYPÄ HINTA LUNASTUKSESSA	87
3.1	Onko pörssikurssi käypä hinta?	87
3.2	Käyvän hinnan määräytyminen ostotarjouksessa <i>de lege ferenda</i>	91
3.3	Ostotarjouksen hyväksyttävyyden edellyttämä enemmistö- vaatimus ja taloustieteen tehokkuusmittarit	96
3.4	Enemmistövaatimus ja oikeudenmukaisuusargumentti	100
4	HUOMIOITA OIKEUSVERTAILUSTA	104
4.1	Ruotsi, Tanska ja Norja	104
4.2	Englanti	109
4.3	Saksa ja Sveitsi	113
4.4	Yhdysvallat	114
5	YHTEENVETO	118
	LÄHDELUETTELO	119
	WHEN SHOULD THE APPRAISAL PRICE BE BASED ON THE COMPENSATION OFFERED IN THE PRECEDING TENDER OFFER OR MANDATORY BID?	126

Julkinen ostotarjous ja osakkeen käypä hinta

1 JOHDANTO¹

1.1 Tausta

Osakkeen – kuten muunkin hyödykkeen – arvo määräytyy tavanomaisesti kysynnän ja tarjonnan kautta.² Omistaja ratkaisee, hyväksyykö hän toisen henkilön tekemän tarjouksen ostaa asianomainen osake tietyllä hinnalla ja muilla esitetyillä ehdoilla. Toisin sanoen omistajalla on päätösvalta siitä, luopuuko hän osakkeestaan tarjottuun hintaan vai ei. Näin ei kuitenkaan ole aina: tietyissä tilanteissa omistajan on ”pakko” luopua osakkeestaan, vaikka hän ei pidä siitä tarjottua vastiketta riittävänä. Pakko voi perustua nimenomaiseen lain säännökseen tai tosiasiallisiin olosuhteisiin.

Suomen osakeyhtiölain (734/1978, jäljempänä myös OYL) 14:19 §:ssä veloitetaan vähemmistöomistaja luovuttamaan osakkeensa lunastusta vastaan enemmistöosakkaalle, joka on hankkinut määräysvallan yhtiössä. Määräysvallan raja on säädetty 90 prosentiksi: lunastukseen on suostuttava, jos toinen osakas on hankkinut omistukseensa enemmän kuin yhdeksän kymmenesosaa yhtiön osakkeista ja nämä osakkeet tuottavat vähintään vastaavan osuuden yhtiön koko osakekannan yhteenlasketusta äänimäärästä. Toisaalta myös yksittäisellä osakkaalla on edellä tarkoitettussa omistustilanteessa oikeus vaatia osakkeidensa lunastamista, vaikka enemmistöosakasta ei tällaista lunastusta haluaisi tehdä.

¹ Kiitän *Manne Airaksista, Ari Hyytistä, Max Oker-Blomia, Matti J. Sillanpäättä* ja *Pekka Timosta* hyödyllisistä kommentteista.

² Vaihdamman vapaus on yksi klassisen markkinatalouden peruseriaatteista yksityisen omistusoikeuden ja vahingonkorvausvastuun ohella, ks. Furubotn – Richter 1997, s. 11–12 ja 266–267.

Osakkeen lunastamisessa maksetaan korvaus, jonka tasoa OYL:ssä nimitetään ”käyväksi hinnaksi”. Omistaja ei voi itse määrätä sitä hintaa, jolla hän luopuu osakkeestaan, vaan hänen on hyväksyttävä lain tarkoittama käypä hinta, vaikka se olisi alempi sitä hintaa, jota hän itse pitää riittävänä korvauksena osakkeestaan luopumiselle vapaaehtoisessa kaupassa.³

Osakeyhtiölain ohella arvopaperimarkkinalaki (495/1989, jäljempänä myös AML) antaa omistajalle mahdollisuuden vaatia osakkeidensa lunastamista toiselta osakkaalta, joka on hankkinut määräysvallan pörssiyhtiössä tai muussa lain tarkoittamassa yhtiössä.⁴ Lain 6:6 §:ssä määritellään määräysvalta osuudeksi, joka tuottaa enemmän kuin kaksi kolmasosaa yhtiön osakekannan äänistä. Tällaisen osuuden hankkineen enemmistöosakkaan on tehtävä muille tarjous heidän osakkeidensa lunastamisesta ”käypään hintaan”. Silloin – toisin kuin OYL 14:19 §:n tarkoittamassa tilanteessa – kohteena olevan osakkeen omistajalla ei kuitenkaan ole lakiin perustuvaa pakkoa tarjouksen hyväksymiseen. Hän voi periaatteessa jäädä yhtiön osakkaaksi, jos hän pitää tarjottua vastiketta riittämättömänä korvauksena osakkeestaan.

³ Vaatimus käyvän hinnan mukaisesta lunastuksesta saadaan esittää myös sulautumisessa sekä jakautumisessa samoin kuin julkisen yhtiön muuttuessa yksityiseksi. Osakkeenomistajalle, joka on äänestänyt sulautumista vastaan, on annettu OYL 14:12 §:ssä mahdollisuus edellyttää yhtiöltä osakkeensa lunastamista. Jos osakas ei kannata sulautumista, hän ei voi jatkaa yhtiössä kuten aikaisemmin, sillä hänen oikeutensa sulautuvassa yhtiössä lakkaa sulautumisen seurauksena: hänellä on enää vain oikeus sulautumisvastikkeeseen. Jollei hän halua ottaa sulautumisvastiketta, hänen on tosiasiallisesti ”pakko” vaatia osakkeidensa lunastamista. Tämä ei kuitenkaan merkitse, että omistaja saa osakkeestaan korvauksen, jota hän pitää riittävänä. Osakeyhtiölaki edellyttää tässäkin tilanteessa vain sitä, että lunastuksena maksetaan ”käypä hinta”. Samanlaisessa asemassa on myös julkisen osakeyhtiön osakas, jos hän ei hyväksy yhtiön jakautumista siten, että vastaanottava yhtiö on yksityinen (OYL 14a:3.5 §). Tällöinkään osakkaalla ei ole mahdollisuutta valita vaihtoehtoa, jossa hän jatkaisi ”entisessä” yhtiössä; hänen on tyydyttävä käypään hintaan osakkeestaan, jos hän ei halua hyväksyä jakautumista. Osakeyhtiölain 17:3 § puolestaan oikeuttaa julkisen yhtiön osakkaan, joka on vastustanut yhtiön muuttamista yksityiseksi, vaatimaan yhtiöltä osakkeensa lunastusta käypään hintaan. Tässä hänen päätöstilanteensa on toisenlainen kuin edellä selostetun OYL 14:12 ja 14a:3.5 §:n tarkoittamassa sulautumisessa ja jakautumisessa. Erona on se, että yhtiön muuttuessa yksityiseksi, osakkaalla on mahdollisuus jatkaa yhtiössä, joka on taloudellisessa mielessä sama kuin mitä se oli aikaisemmin julkisena; hänen osuutensa säilyy muuttumattomana samassa taloudellisessa kokonaisuudessa. Vastaava mahdollisuus on sulautumista tai julkisen yhtiön jakautumista vastustavan osakkaan ulottumattomissa. Tämän vuoksi voidaan sanoa, että vastustaessaan yhtiön muuttamista yksityiseksi osakkaalla ei ole yhtä voimakasta ”pakkoa” käyvän hinnan hyväksymiseen kuin sulautumis- tai jakautumistilanteissa.

⁴ Pörssiyhtiöiden ohella arvopaperimarkkinalain säännökset lunastustarjousvelvollisuudesta koskevat myös muuta yhtiötä, jonka osakkeella tai siihen oikeuttavalla arvopaperilla käydään AML 1:3 §:ssä tarkoitamaa julkista kauppaa.

1.2 Tavoitteet ja toteutus

Tarkastelun ensisijaisena kohteena on OYL 14:19 §:n mukainen lunastus, joka pörssiyhtiössä tavanomaisesti seuraa arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettua julkista ostotarjousta ja lunastustarjousta (6:1 ja 6:7 §). Tämän yhteyden perusteella on muun muassa osakeyhtiölain uudistustarpeen kokonaisarviossa vuodelta 2000 ehdotettu arvopaperimarkkinalain ja osakeyhtiölain käyvän hinnan käsitteiden yhdenmukaistamista.⁵

Jäljempänä etsitään vastausta kysymykseen siitä, onko perusteltua määritellä osakeyhtiölain mukaisessa lunastuksessa osakkeesta maksettava käypä hinta poiketen siitä korvauksen määrästä, joka annettiin vastikkeena lunastusta edeltäneessä arvopaperimarkkinalain mukaisessa julkisessa ostotarjouksessa tai lunastustarjouksessa. Uudemmassa välimieskäytännössä on oltu taipuvaisia vastaamaan tähän kieltävästi.⁶

Seuraavassa hyödynnetään ensisijaisesti oikeuden taloudellisen analyysin välineitä. Tavoitteena on selvittää *de lege ferenda* -näkökulmasta, min-kälaiset edellytykset ostotarjoukselle on asetettava, jotta sitä voitaisiin pitää käypänä pohjana lunastushinnan määrittämiselle. Artikkelissa arvioidaan niitä taloudellisia näkökohtia, joita tieteellisessä tutkimuksessa on pidetty merkityksellisenä tämän kysymyksen kannalta.⁷ Niin ikään kirjoitus tarkastelee oikeusvertailun näkökulmasta, minkä painoarvon eräät muut oikeusjärjestykset asettavat julkiselle ostotarjoukselle käyvän hinnan määrittämisessä.

1.3 Määritelmät ja rajaukset

Tässä kirjoituksessa ovat mielenkiinnon kohteena periaatteelliset erot enemmistöosakkaan ja vähemmistöosakkaan asemissa. Tämän vuoksi ei ole tarpeen sitoutua yksiselitteiseen määritelmään enemmistöaseman perustavasta määräysvallasta. Jäljempänä määräysvallalla tarkoitetaan, jollei erikseen toisin todeta, sekä OYL 1:3 §:n mukaista mahdollisuutta tehdä yksinkertaista enemmistöä edellyttävät päätökset yhtiökokouksessa⁸ että enemmistö-

⁵ Oikeusministeriö 2000, s. 50.

⁶ Ks. Timonen 2001.

⁷ Kirjoituksen ulkopuolelle jää kysymys OYL 14:19 §:n lunastussäännöksen taloudellisesta merkityksestä. Tästä ks. Kaisanlahti 1995 sekä Burkart *et al.* 1998, s. 185–187.

⁸ Tältä osin määritelmä vastaa Timosen 1997, s. 240, esittämää.

osakkaan tosiasiallista, muiden osakkeiden omistuksen hajaantumiseen perustuvaa mahdollisuutta tällaisten päätösten tekemiseen. Tosiasiallisen määräysvallan käsite sisältyy AML 1:5.1 §:n 2 kohdan sanontaan ”muutoin oikeutettu nimittämään tai erottamaan” hallintoneuvoston tai hallituksen enemmistön.

Edellä esitetyn mukaisesti seuraavassa käytetään termejä ”enemmistö”, ”enemmistöosakas”, ”enemmistöomistaja” ja ”enemmistötaho” sekä ”määräysvaltaosakas” toistensa synonyymeina. Sama koskee myös käsitteitä ”vähemmistö”, ”vähemmistöosakas” ja ”vähemmistöomistaja” sekä ”piensijoittaja”.

Kirjoitus rajautuu arvopaperimarkkinalain soveltamisalan mukaan: tarkasteltavana on yhtiö, jonka osakkeet ovat pörssikaupan tai muun julkisen kaupankäynnin kohteena. Arvopaperimarkkinalain 1:4.1 §:n 2 kohdassa tarkoitettujen pörssiyhtiöiden osakkeiden ohella julkista kauppaa voidaan käydä myös muilla osakkeilla, jos ne ovat AML 1:3 §:n mukaisia markkina-arvopapereita. Edellytykset näiden saattamiseksi ns. muun julkisen kaupankäynnin (3:12.1 §) kohteeksi ovat samat kuin pörssiosakkeilla, mutta ne voidaan ottaa listalle myös ilman asianomaisen yhtiön omaa hakemusta.⁹ Lisäksi tiedonantovelvollisuus ja muut velvoitteet sijoittajia kohtaan ovat yhdenmukaiset riippumatta siitä, onko kyse pörssi- vai muusta yhtiöstä, jonka osake on julkisen kaupankäynnin kohteena. Niin ikään arvopaperimarkkinalakiin perustuvat osakkaiden velvoitteet ja oikeudet ovat samanlaiset. Tämän yhteneväisyyden vuoksi myös muita julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita liikkeeseen laskeneita yhtiöitä nimitetään seuraavassa lyhyesti ”pörssi-yhtiöiksi”.

Arvopaperimarkkinalaki säätelee yhtäältä 6:1 §:n mukaista julkista ostarjousta, joka tehdään vapaaehtoisesti osakkeiden ostamiseksi muilta sijoittajilta, ja toisaalta 6:7 §:ssä tarkoitettua lunastustarjousta, jonka yli kahden kolmasosan ääniosuutta hallinnoiva osakas on velvollinen tekemään yhtiön muille omistajille heidän osakkeistaan. Kummallekin tarjoustyypille on kuitenkin ominaista, että ne kohdistetaan yleisölle, ennalta määrittämättömälle sijoittajapiirille. Siten tämän kirjoituksen tavoitteiden kannalta ei ole tarpeen aina erotella niitä toisistaan; jäljempänä käsite ”julkisen ostarjousta” sisältääkin kummankin lainkohdan tarkoittaman tarjouksen, jollei asianomaisessa kohdassa toisin mainita.

⁹ Ks Rudanko 1998, s. 32 sekä Helsingin Arvopaperipörssin I-listan, NM-listan ja Prelistan ohjesäännöt (www.hex.fi).

1.4 Kirjoituksen rakenne

Artikkelin 2 *jaksossa* esitellään aluksi (luku 2.1) analyysin perusvälineet, taloustieteelliset tehokkuuskäsitteet, ns. Pareto- ja Kaldor–Hicks-tehokkuus. Huomion kohteena on erityisesti näiden tehokkuuskäsitteiden suhde yhtiö-oikeudelliseen yhdenvertaisuuteen (luku 2.2) samoin kuin siihen, mitä tehokkuuskäsitteet tarkoittavat omistaja-aseman keskeisiin tunnusmerkkeihin kuuluvan yksinomaisen päätöksentekovallan (”veto-oikeuden”) kannalta; tässä olennainen kysymys on, miksi on tarpeen, että omistaja menettää oikeutensa määrätä omistamansa osakkeen siirtymisestä toiselle sen jälkeen kun OYL 14:19 §:n mukainen omistustilanne on syntynyt yhtiössä (luku 2.3).

Kirjoituksen keskeisin sisältö on 3 *jaksossa*. Edeltävän jakson perusvälineistöä hyödynnetään julkisen ostotarjouksen ja lunastushinnan määrittelyn suhteen arvioinnissa. Jakson aloittava 3.1 luku tarkastelee esikysymyksenä sitä, missä määrin arvopaperimarkkinoilla muodostuvaan pörssikurssiin voidaan pitää käypänä hintana; mitä merkitsisi, että lunastuksessa maksettava korvaus määrättäisiin suoraviivaisesti yhdenmukaisesti sen kanssa, mikä oli asianomaisen osakkeen pörssikurssi ennen lunastustilanteen syntymistä? Toisaalta jakson luvuissa 3.3 ja 3.4 kuvataan taloustieteellistä keskustelua siitä, millaista enemmistöä – yksinkertaista vai ankaroitettua – on edellytettävä, jotta ostotarjousta voitaisiin pitää riittävänä perustana käyvän hinnan määrittelylle. Luku 3.2. sisältää näihin näkökohtiin perustuvan *de lege feranda* -suosituksen suomalaisen lunastussäännösten kehittämiseksi.

Artikkelin 4 *jakso* täydentää edeltävää tarkastelua oikeusvertailulla. Eräiden muiden oikeusjärjestysten (*Skandinavia, Englanti, Saksa, Sveitsi ja Yhdysvallat*) avulla pyritään konkretisoimaan analyysiä mm. lunastusrajan merkityksestä; miten enemmistön ja vähemmistöomistajien suhde muuttuisi, jos lunastusraja esimerkiksi nostettaisiin voimassa olevasta 90 %:sta vielä ylemmäksi? Niin ikään selvitetään, onko julkiselle ostotarjoukselle annettu näissä oikeusjärjestyksissä erityistä painoarvoa lunastushinnan määrittymisen kannalta. Jakson tarkoituksena on edesauttaa kirjoituksessa hahmotellun *de lege feranda* -suosituksen toteuttamiskelpoisuuden arviointia. *Jakso 5* on puolestaan yhteenveto kirjoituksen johtopäätöksistä.

2 TEHOKKUUSTAVOITE YHTIÖOIKEUDELLISESSA TUTKIMUKSESSA

2.1 Tehokkuuden mittarit – Kaldor–Hicks ja Pareto

Enemmistöosakkaan oikeutta muiden omistamien osakkeiden lunastamiseen perustellaan tavanomaisesti taloudellisella tehokkuudella.¹⁰ Esimerkkinä voidaan käyttää yhtiötä, jonka osakkeiden markkina-arvo on 100 miljoonaa euroa ja jossa enemmistöosakkaalla on osakkeista ja niiden tuottamista äänistä on 91 prosenttia, kun taas loput 9 % ovat vähemmistösijoittajien omistuksessa. Oletetaan, että yhtiön omistuksen keskittymisellä – enemmistöosakkaan hankkiessa tavalla taikka toisella muiden omistamat osakkeet – yhtiön toiminnan tehokkuutta voitaisiin lisätä, jolloin yhtiön arvo nousisi 20 % eli edellä mainitusta 100 miljoonasta 120 miljoonaan euroon.

Taloudellisessa analyysissä pidetään tehokkuuden kannalta merkityksettömänä sitä, ketkä osakkaista hyötyvät arvonnoususta. Toisin sanoen tehokkuus itsessään ei määrää, miten arvonnousun tulisi jakautua enemmistöosakkaan ja muiden osakkeenomistajien kesken; arvonnousun pitää toteutua yhteenlaskettuna kaikkien osakkeiden saamista hyödyistä ja haitoista, jotta se olisi taloudellisesti tehokas.¹¹ Arvonnousu on itsessään ilmaus tehokkuuden lisäyksestä: olennaista on ”vain” se, että taloudellinen tehokkuus yhteiskunnassa lisääntyisi omistuksen keskittymisen myötä.¹²

Edellä kuvattu tehokkuuskäsite perustuu niin sanottuun Kaldor–Hicks- testiin. Sen mukaan lainsäädännöllä tai muulla yhteiskunnan käytettävissä olevalla välineellä aikaansaattava muutos on tarkoituksenmukainen silloin, kun muutoksesta etua saavien henkilöiden yhteenlaskettu hyöty on suurempi kuin muille aiheutuva haitta yhteensä.¹³ Testin taustalla on käsitys siitä, että etua saavat voisivat periaatteessa kompensoida muutoksesta kärsiville henkilöille heidän tappionsa. Kompensaatiomahdollisuus on kuitenkin vain hypoteettinen

¹⁰ Esim. Hallituksen esitys 27/1977 vp., s. 108.

¹¹ Esim. Carney 1980, s. 118, alav. 191 toteaa tämän mukaisesti tehokkuuden toteutumisen taustalla fuusioissa: ”– an efficient merger is one in which there is a gain for the aggregate of shareholders, when the gain and loss of each shareholder is measured individually.”

¹² Toisaalta selvää on myös se, että mitä suurempi osa arvonnoususta kohdentuu enemmistöosakkaalle, sitä voimakkaampi kannustin hänellä on hankkia muut osakkeet omistukseensa ja siten edistää tehokkuutta.

¹³ Mercurio – Medema 1997, s. 59: ”A legal change is efficiency-enhancing if the gains to the winners exceed losses to the losers or, alternatively stated, if the wealth of society (as measured by willingness to pay) is increased.” Vastaavasti esim. Harrison 1995, s. 34, Butler 1998, s. 77–78 ja Posner 1998, s. 15.

ajatuskoe,¹⁴ sillä Kaldor–Hicks-testin mukainen tehokkuus ei edellytä kompensaaion tosiasiallista suorittamista.¹⁵ Hypoteettisuutta puolustetaan tavanomaisesti argumentilla, jonka mukaan verotus on tehokkaampi väline uudelleenjaolle kuin yhtiöoikeudelliset tai muut yksityisoikeudelliset säännökset.¹⁶ Tavoitellun vaikutuksen kohdentaminen olisi siten vaikeampaa yksityisoikeudellisin säännöksin kuin verotuksen avulla.¹⁷ Tätä ei kuitenkaan ole poikkeuksetta hyväksytty taloustieteenkään piirissä.¹⁸

Toinen – Kaldor–Hicks-testiä vaativampi – mittari tehokkuudelle on niin sanottu Pareto-testi. Sen mukaan tehokkuuden lisäys tarkoittaa vähintään yhden osapuolen hyötymistä muutoksesta ilman, että muille osapuolille aiheutuisi siitä haittaa.¹⁹ Jotta muutosta voitaisiin pitää Pareto-tehokkaana, se ei saa haitata ketään, ei yhtäkään osapuolista. Tämä edellytys on niin ankara, että Pareto-testi tavanomaisesti antaa kielteisen vastauksen kysymykseen siitä, tulisiko jokin muutos toteuttaa.²⁰

¹⁴ Esim. Feldman 1998, s. 417: ”If those who gain from the switch could *in theory* compensate those who have been harmed, and remain better off, then the move is desirable – –. Note that the compensation is *not necessarily paid*; it is a theoretical possibility not a fact.” Samoin Coleman 1988, s. 98.

¹⁵ Tämän vuoksi Friedman 1996, s. 222, pitää Kaldor–Hicks-testiä perusteettomana: ”It – – presents the pretence of avoiding interpersonal comparisons while actually recommending policies that make some people better off and others worse off.” Kritiikistä ks. myös Griffin 1995.

¹⁶ Esim. Cooter – Ulen 2000, s. 111–112. Seikkaperäisemmästä analyysistä ks. Kaplow – Shavell 1994.

¹⁷ Polinsky 1989, s. 125: ”Legal rules will not be able to redistribute income unless the status of the parties in a certain type of dispute corresponds closely to the groups between which redistribution is desired.” Ks. myös Kaplow – Shavell 2000, s. 823–824, jonka mukaan yksityisoikeudellisin säännöksin toteutettava uudelleenjako pienentää sen maksavan tahon kannustinta yhtä lailla kuin jos uudelleenjaon välineenä käytettäisiin verotusta, mutta ensiksi mainittuun vaihtoehtoon liittyy myös toinen kustannus, sillä uudelleenjakotehtävä vähentää yksityisoikeudellisen säännöksen välitöntä tehokkuutta: ”Whether it is the tax collector or the courts that take the additional 1 percent of the rich people’s income and give it to the poor, the reward for work by the rich is reduced by 1 percent, so the distortion of the work effort will be the same. However, when inefficient legal rules are employed to redistribute income, there is not only a distortion of work effort; there is also the cost directly associated with the inefficiency of the legal rule (such as insufficient or excessive precaution to avoid accidents).”

¹⁸ Esim. Calabresi 1991, s. 1224, alav. 36 ja Eidenmüller 1995, s. 283–316 sekä Sanchirico 2000.

¹⁹ Feldman 1998a, s. 6: ”– – it – – would make some people better off and make no one worse off.” Vastaavasti myös esim. Buchanan 1985, s. 4, Coleman 1988, s. 100, Stephen 1988, s. 42, Harrison 1995, s. 32, Dnes 1996, s. 6, Lockwood 1998, s. 811, Posner 1998, s. 14 ja Cooter – Ulen 2000, s. 12.

²⁰ Seidenfeld 1996, s. ”The pareto measure is biased towards the status quo.” Näin myös Stephen 1988, s. 42, Harrison 1995, s. 33 ja Posner 1998, s. 14.

Jos hyödyn ja haitan arvioi kukin osapuoli omalta kannaltaan, tarkoittaa se veto-oikeutta heille jokaiselle. Muutoksen ryhtyminen edellyttäisi näin kannatusta kultakin, jota muutos koskee.²¹ Intuitiivisesti Pareto-tehokkuuden edistäminen on hyväksyttävää:²² jos muutosta kannattavat kaikki, niin sen täytyy olla tarkoituksenmukainen eli tehokas.²³ Pareto-testi vastaa näin myös vaihdannan vapauden vaatimusta.²⁴ Suostuessaan muutokseen sen täytyy olla asianomaisen henkilön kannalta tehokas valinta samalla tavalla kuin kauppa tai muu liiketoimi, johon hän ryhtyy vapaaehtoisesti.²⁵ Pareto-kriteerin avulla vältetään tarve asettaa ulkopuolinen arvioija määrittämään osapuolten hyödyt ja haitat; taloustieteen välineet tällaisen arvioinnin tekemiseen ovat käytännön soveltamiseen kannalta vajavaiset.²⁶ Pareto-testin etuna onkin, että tämän arvioinnin tekee kukin yksilö omalta osaltaan.²⁷

Kaldor–Hicks-testin tavoin Pareto-kriteeri on väline kuitenkin ”vain” muutoksen arvioinnille; se ei ota kantaa muutosta edeltävän tilanteen tarkoituksenmukaisuuteen. Esimerkiksi se, onko varallisuus jakautunut oikeudenmukaisella tavalla osapuolten kesken ennen ehdotettua muutosta, jää punnittavaksi muilla tavoin.²⁸

²¹ Coleman 1988, s. 285: ”Unanimity replicates the Pareto-superiority aspect of market exchange.” Calabresi 1991, s. 1215: ”It is a simple unanimity requirement.” Samoin esim. Seidenfeld 1996, s. 54 ja Butler 1998, s. 77.

²² Phelps 1985, s. 214: ”With some better off and none worse off, could not there be said to be a social improvement?” Näin myös Buchanan 1985, s. 10, Coleman 1988, s. 101 ja Posner 1998, s. 14.

²³ Taloustieteen nobelisti *James M. Buchanan* kärjistää tämän teesiksi, jonka mukaan hyväksyntä on tehokkuuden ainoa mittari, Buchanan 1984, s. 13: ”— agreement is the only ultimate test for efficiency —.” Toisin sanoen hyväksynnästä seuraa asianomaisen päätöksen tai toimen tehokkuus eikä päinvastoin; Van den Hauwe 1999, s. 104: ”What people consent is efficient. Efficiency follows from consent.”

²⁴ Vaihdannan vapaudesta esim. Coleman 1988, s. 284–287 ja Furubotn – Richter 1997, s. 11–12 ja 266–267.

²⁵ Seidenfeld 1996, s. 54.

²⁶ Butler 1998, s. 77: ”— the criterion of pareto efficiency prevents external observers from assessing a change in policy by comparing the gain in welfare of one individual to the loss in welfare of another.” Samoin Harrison 1995, s. 33 ja Seidenfeld 1996, s. 54.

²⁷ Tarkemmasta erittelystä ks. Buchanan 1985, s. 7–8. Vrt. kuitenkin Granqvist 1993, s. 112–133, joka kritisoi käsitystä siitä, että Pareto-kriteerin hyväksyttävyyttä seuraa suoravii-
vaisesti yksilön valintavapauden tavoitteesta.

²⁸ Feldman 1998a, s. 7: ”[Pareto test] ignores distributional fairness. In any economy there are many conceivable initial allocations of resources, some fair and some unfair, and there are many conceivable Pareto optima.” Vastaavasti esim. Buchanan 1985, s. 9, Granqvist 1993, s. 141, Seidenfeld 1996, s. 54 ja Posner 1998, s. 15. Ks. myös Kaplow – Shavell 1999, jossa oikeudenmukaisuuden (*fairness*) ja Pareto-tehokkuuden välisen ristiriidan analysoinnissa tätä pidetään lähtökohdana.

2.2 Tehokkuus ja yhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus

Edellä kuvattu Kaldor–Hicks-testi pelkistyy omaisuuden maksimoinnin teesiksi, joka on tavanomainen yhtiöoikeuden taloustieteellisessä analyysissä. Paljaimmillaan se näyttäytyy yhdysvaltalaisen *Frank Easterbrookin* ja *Daniel Fischelin* väitteessä, jonka mukaan ”[i]nvestors and other participants would agree unanimously to whatever rule maximizes the total value of the firm.”²⁹ Hyväksyttävistä olisivat näin kaikki sellaiset päätökset, jotka lisäävät yhtiön arvoa, vaikkei arvonnousu kohdentuisikaan kaikille osakkeille yhtäläisesti.³⁰

Kun taloudellisen tehokkuuden käsite muotoillaan Kaldor–Hicks-testin avulla, se on kuitenkin ilmeisessä ristiriidassa osakkaiden keskinäisen suhteen perustana olevan yhdenvertaisuusperiaatteen kanssa. Ääritapauksessahan Kaldor–Hicks-tehokkuuden mukaista olisi, että tietystä toimesta hyötyisi vain yksi omistaja, mutta hyödyn arvo nousisi niin suureksi, että se periaatteessa voisi kattaa muiden omistajien tappiot.

Tämän ristiriidan vuoksi ei kuitenkaan ole tarpeen leimata taloudellista tehokkuutta yhtiöoikeudelle vieraaksi tekijäksi; tehokkuuden käsite on muokattavissa yhdenvertaisuuden huomioimista varten. Tehokkuus ymmärrettään tällöin tavoitteeksi, jossa omistajakunnan pääomasijoitukselle pyritään saamaan paras mahdollinen arvonnousu ilman, että kenellekään osakkaista – olipa hän enemmistö- vai vähemmistöomistaja – aiheutuu haittaa. Tämä olisi Pareto-testin mukainen tulema. Sen saavuttaminen edellyttää kuitenkin yhdenvertaisuutta osakkeiden keskinäisessä suhteessa: koska osakekohmainen pääomapanos on yhtäläinen, tulee myös odotetun tuoton olla yhtä suuri osaketta kohden. Näin käsitettynä tehokkuuden ja yhdenvertaisuuden välillä ei ole periaatteellista ristiriitaa.

Yhdenvertaisuuden taloudellista merkitystä voi selvittää vertauksella maksulliseen arpapeliin, kuten lottoon. Siihen osallistuvat henkilöt ymmärtävät päävoiton todennäköisyyden olevan häviävän pieni.³¹ Mutta heidän tiedossaan on myös se, että odotettu tuotto on yhtä suuri kutakin panosta kohden. Lotossa kukin panos eli oikein täytetty ja maksettu ruudukko voi voittaa ja jokainen ruudukko maksaa yhtä paljon. Toisin sanoen keskenään

²⁹ Easterbrook – Fischel 1991, s. 23. Ks. myös *ibid*, s. 15 ja 110–111 sekä Macey 1993, s. 98–101.

³⁰ Tämä ei ole täysin vieras kanta pohjoismaisessa oikeuskirjallisuudessa; Bergström – Samuelsson 1997, s. 144: ”– vinstmaximeringsprincipen alltid skall tillmätas avgörande vikt om valet står mellan att genomföra ett beslut som inte ger alla aktieägare samma rätt men som ökar värdet av samtliga aktier i bolaget.”

³¹ Rahapeleihin osallistumisesta ks. yleisesti McCafferty 1994 ja Cohen 2000.

samanarvoisten panosten odotettu tuotto on yhtä suuri. Jollei näin olisi, se olisi omiaan vähentämään ihmisten halukkuutta osallistua peliin, sillä sitä ei pidettäisi tasapuolisena. Peli, jossa tiettyjen ”sisäpiiriin” kuuluvien osallistujien mahdollisuudet voittaa päävoitto olisi suurempi kuin muilla, vaikka kaikkien peliin osallistuvien panos olisi yhtä suuri, ei olisi erityisen kiinnostava sisäpiiriin kuulumattomille, jos he tietävät tai epäilevät sisäpiiriin olevan olemassa.³²

Sama koskee myös osakkuutta yhtiössä: mitä enemmän omistajien mahdollisuudet tuottoon eroavat toisistaan osakepanosta kohden laskettuna, sitä pienempi on muiden kuin sisäpiiriläisten valmius ryhtyä osakkaaksi. Yhdenvertaisuus turvaa siten osallistumista. Samoin kuin Pareto-testissä, lähtökohtana on yksilöiden vapaaehtoisuus osallistua toimintaan.

Periaatteessa epäilelun rahapelin houkuttelevuutta voidaan lisätä nostamalla päävoiton ja muiden voittojen rahamäärää, jolloin tuottoarvo nousee. Tämä kuitenkin antaa vihjeen pelin epäileluudesta: mitä suurempi voitto on, sitä epäileväisempiä ulkopuoliset ovat siitä, onko peli tasapuolinen. Vastaavalla tavalla yhtiön sisäpiiriläiset voivat kannustaa muiden osallistumista yhtiöön lupaamalla korkeampaa tuottoa kuin toisessa yhtiössä. Mutta kuten rahapelissäkin, tämä on omiaan herättämään ulkopuolisissa epäilyn siitä, ettei heitä kohdella tasapuolisesti. Tuottoa koskevan lupauksen korottaminen ei ole uskottavaa kuin tiettyyn rajaan asti; mitä korkeampi lupaus on verrattuna tavanomaiseen tuottotasoon verrattuna, sitä epäilyttävämpää on sen todenmukaisuus.³³ Näin yhdenvertaisuusperiaatteen avulla voidaan turvata ulkopuolisten osallistuminen yhtiöön. Jollei laki jo edellyttäisi yhdenvertaisuutta, niin yhtiö, jonka sisäpiiriläiset ovat valmiita tarjoamaan sen mukaisen suojan muille yhtiöön osakkaina osallistuville, voisi ottaa määräyksen asiasta yhtiöjärjestykseensä. Tällaisen määräyksen avulla voidaan uskottavasti sitoutua siihen, että yhtiössä kohdellaan kaikkia sijoittajia keskenään tasavertaisesti. Määräys alentaa siten ulkopuolisten sijoittajien tuottovaatimusta verrattuna yhtiöön, jossa määräystä ei ole. Jotta yhtiö saisi mahdollisimman korkean hinnan niistä osakkeista, jota se tarjoaa ul-

³² Ks. McKenzie – Tullock 1989, s. 202, ”reilun pelin” (engl. *fair game*) edellytyksistä. Easterbrookin ja Fischelin kritiikistä ks. myös Bebchuk 1985, s. 1781: ”— shareholders’ fortunes — are not determined by pure chance.”

³³ Rubin 1990, s. 75, kuvaa vastaavanlaista mekanismia vieraan rahoituksessa, lainanottajien ja lainanantajien välillä: ”Borrowers willing to offer high-interest rates reveal themselves to be self-selected as poor risks or else they would have been able to borrow at a lower rate elsewhere. Therefore, there are limits to your ability to increase your line of credit by offering a higher payment. Other methods of bonding or guaranteeing repayment might be more efficient than offering higher interest rates.”

kopuolisten – eli potentiaalisten vähemmistöosakkaiden – merkittäviksi, sisäpiiriin kuuluvien omassa intressissä on järjestää yhdenvertaisuusperiaatteen mukaiset takeet siitä, etteivät he pyri hyötymään muiden osakkaiden kustannuksella. Nämä takeet on annettavissa yhtiöjärjestysmääräyksin, jotka yhdenvertaisuusperiaatteen mukaisesti rajoittavat sisäpiiriläisten toimintaa.³⁴

Yhdysvaltalaiset *Frank Easterbrook* ja *Daniel Fischel* ovat päinvastaisella kannalla. Heidän mukaansa ”[t]he *ex post* inequality under [corporate v]entures – is no more ‘unfair’ than the *ex post* inequality of a lottery, in which all players invest a certain amount but only a few collect.”³⁵ Easterbrookilta ja Fischeliltä jää kuitenkin huomiotta se, että rahapelissä kunkin panoksen odotettu tuotto on yhtä suuri. Osakeyhtiössä kullekin panokselle (*so.* osakkeelle) odotetun tuoton samansuuruisuuden takaa vain yhdenvertaisuusperiaate. Sen puuttuminen olisi omiaan korottamaan tuottovaatimusta, jota ulkopuoliset sijoittajat edellyttävät vastineeksi osallistumisestaan yhtiöön osakkaina.³⁶

2.3 Enemmistön lunastusoikeus vastuusuoja säännöksenä

Osakeyhtiölain 14:19 §:n tarkoittamassa omistustilanteessa vähemmistöosakkaan oikeus on suojattu vain ”vastuusääntöperusteisesti” (engl. *liability rule*), jolloin omistajalla on mahdollisuus saada korvaus, jonka suuruudeksi laissa on määritetty käypä hinta. Lunastusta vähemmistöomistaja ei kuitenkaan voi kieltää – toisin kuin jos hänen osakkuutensa olisi suojattu ”omistussääntöperusteisesti” (*property rule*).³⁷ Edellä esitellyllä taloustieteen väli-

³⁴ Kaisanlahti 1999, s. 90.

³⁵ Easterbrook – Fischel 1991, s. 111. Samoin Macey 1993, s. 98–101.

³⁶ Samansuuntaisesti vertaili *John Harsanyi* jo 1950-luvulla yksilön menestystä arpajaisissa yhteiskunnalliseen kilpailuun nähden (Harsanyi 1953, s. 35): ”– the disutility of being a loser in a voluntary gamble, in which everybody has had the same ‘fair’ change of winning, tends to be less than the disutility of being the loser in the social game – in which the changes have been quite unequal from the very start.” Easterbrookin ja Fischelin käsitystä kritisoiti monipuolisesti myös Bechuk 1985, s. 1780–1788.

³⁷ Calabresi – Melamed 1972, s. 1092 määrittelee nämä käsitteet seuraavasti: ”An entitlement is protected by a property rule to the extent that someone who wishes to remove the entitlement from its holder must buy it from him in a voluntary transaction in which the value of the entitlement is agreed upon by the seller. [–] Whenever someone may destroy the initial entitlement if he is willing to pay an objectively determined value for it, an entitlement is protected by a liability rule.” Käsitteiden suomennokset perustuvat Hemmoon 1998, s. 353. Soveltamisesta yhtiöoikeudellisessa tutkimuksessa ks. Whincop 1999.

neistöllä arvioituna OYL 14:19 § ei täytä Pareto-tehokkuuden edellytyksiä, koska osakkeen siirtyminen lunastajalle ei vaadi omistajan suostumusta. Toisaalta mainittu lainkohta on ankarampi kuin Kaldor–Hicks-testissä: korvaus on suoritettava tosiasiallisesti, ei vain hypoteettisena ajatuskokeena. Voidaan kysyä, onko järjestely perusteltavissa taloudellisen analyysin näkökulmasta.

Vastauksen muotoilemisessa voidaan palata edellä hyödynnettyyn esimerkkiin. Siinä yhtiön tehokkuus lisääntyi omistuksen keskittymisen myötä, jolloin yhtiön arvo nousi 100 miljoonasta 120 miljoonaan euroon eli 20 prosenttia. Jollei kullakin piensijoittajalla olisi velvoitetta luopua osakeomistuksestaan, mahdollisuus arvonnousuun jäisi mitä todennäköisemmin kaikkien osakkaiden saavuttamattomiin. Tämä johtuu siitä, että kauppaneuvotteluissa ei ole lähtökohtaisesti poissuljettu kummaltakaan osapuolelta mahdollisuutta opportunistisiin. Enemmistöosakkaan olisi päästävä kunkin vähemmistöomistajan kanssa sopimukseen siitä hinnasta, jolla tämä on valmis luopumaan osakkeestaan. Tällöin osa piensijoittajista nostaisi hintavaatimuksensa todennäköisesti niin korkealle, että se ylittäisi heidän osakeomistuksensa laskennallisen osuuden arvonnousun jälkeisestä yhtiön uudesta arvosta.³⁸ Lisäksi erimielisyys vallitsisi arvonnousun jakamisesta yhtiöltä enemmistöosakkaan ja vähemmistön välillä ja toisaalta vähemmistöön kuuluvien omistajien kesken. Jollei OYL 14:19 §:ssä olisi asetettu vähemmistöosakkaalle velvoitetta luopua osakkeestaan, kaupat voisivat jäädä tekemättä, jolloin myöskään tehokkuuden lisäys ei realisoituisi kansantaloudessa. Tämän vuoksi mainitun lainkohdan tarkoittama veto-oikeuden kieltäminen on perusteltu niin tehokkuuden kuin osakkaiden yhdenvertaisuuden kannalta; yhdenvertaisuus turvataan kohtelemalla kaikkia osakkaita samalla tavalla heidän osakeomistuksensa mukaisessa suhteessa, jolloin kullekin osakkeelle kuuluu yhtäläinen tuotto.

³⁸ Toisaalta osa piensijoittajista laskisi hintavaatimuksensa alemmaksi kuin mikä heidän omistuksensa laskennallinen osuus olisi yhtiön uudesta arvosta. Erityisesti tätä jälkimmäistä vääristymää voitaisiin mahdollisesti lieventää ulkopuolisen arvonnäyttäjän lausunnolla yhtiön uudesta arvosta. Vähemmistöosakkaat eivät kuitenkaan olisi sidottuja asiantuntijalausnon mukaiseen arvoon: kukin heistä perustaisi hintavaatimuksen henkilökohtaiseen käsitykseensä siitä, mikä on yhtiön uusi arvo.

3 OSTOTARJOUS JA KÄYPÄ HINTA LUNASTUKSESSA

3.1 Onko pörssikurssi käypä hinta?

Taloustieteellisessä tutkimuksessa on vakuutettu arvopaperimarkkinoiden toiminnan informatiivisesta tehokkuudesta. Tämän käsityksen mukaan pörssikurssissa tiivistyy julkistetut tiedot arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta samoin kuin taloudellisen toimintaympäristöstä.³⁹ Pörssikurssi perustuu kysyntään ja tarjontaan markkinapaikalla, jossa niin myyjät kuin ostajat pyrkivät voitontavoittelussaan välttämään erehtymistä osakkeen oikeasta arvosta. Tällöin markkinahinta irtaantuu subjektiivisesta näkökulmasta; lukuisten sijoittajien kysynnän ja tarjonnan kautta syntyvä markkinahinta on näin aina objektiivisempi kuin yksittäisen sijoittajan käsitys ”oikeasta” arvosta. Taloustieteen nobelisti *Paul A. Samuelson* tiivistää osuvasti: ” – – no other estimate of intrinsic values is likely to be more accurate than what buyers and sellers agree on the market place.”⁴⁰ Kulloinenkin pörssikurssi kuvaa myös viimeksi toteutunutta Pareto-tehokasta muutosta, jossa myyjä vapaaehtoisesti siirtää osakkeensa omistuksen ostajalle hyväksymällään kauppahinnalla.

Edellä sanottua on kritisoitu. Oikeustieteen piirissä katsotaan usein, että pörssissä kaupan ovat vain osakekannan marginaalierät: vaikka pörssikurssi kävisi hinnasta, johon sijoittaja voi muuntaa yksittäisen osakkeen rahaksi, se ei kykene kuvaamaan koko yhtiön arvoa.⁴¹ Pörssikurssin asettamista

³⁹ Muun muassa yhdysvaltalainen *Eugene Fama*, joka on analysoinut arvopaperimarkkinoiden toimintaa 1960-luvulta alkaen, päätyy tähän tutkimuksia koskevassa yhteenvedossaan (Fama 1991, s. 1607): “ – – on average stock prices adjust quickly to information about investment decisions, dividend changes, changes in capital structure, and corporate control transactions.” Ks. myös Fama 1998, s. 304. Yleisemmin Lee – Verbrugge 1996, s. 9.

⁴⁰ Bernstein 1992, s. 119. Samuelson on aikaisemmin kuvannut tätä seuraavasti (Samuelson 1972, s. 60): ”If there were a bargain, which all could recognize, that fact would be ‘discounted’ in advance and acted upon. Thereby raising or lowering present price until the expected discrepancy with the future price were sensibly zero.”

⁴¹ Esim. Sillanpää 1994, s. 292: ” – – pörssikurssi voi monista tekijöistä johtuen olla epänormaalin korkea tai alhainen” ja Mähönen 2001, s. 733: ” – – arvopaperipörssissä muodostunut hinta ei kuitenkaan ainakaan suoraan osoita koko yhtiön arvoa.” Tällainen käsitys ei ole vieras kaikille taloustieteilijöillekään; klassinen esimerkki on Keynes 1951, s. 182–192. Ks. yleisesti Raines – Leathers 2000. Uudemmissa arvopaperimarkkinoiden rationaliteetin kyseenalaistavien tutkimuksien perusteella esim. LeRoy 1989, s. 1616, lausuu, että “[t]he evidence suggests that – – large discrepancies between price and fundamental value regularly occur.” Ks. myös Shiller 1984 sekä Shleifer 2000. Eri asia kuitenkin on mahdollisten poikkeuksien pysyvyys, kuten Fama 1998, s. 304, huomauttaa. Koska todennäköisyys sille, että markkinahinta alittaa asianomaisen osakkeen ”todellisen” arvon, on yhtä suuri kuin päinvastaiselle tulemalle, ei käytännössä eroa voida hyödyntää kaupankäynnissä ainaakaan pitempiaikaisesti.

lunastushinnan pohjaksi ovat yhdysvaltalaiset *Lucien Bebchuk* ja *Marcel Kahan* arvostelleet myös toisesta näkökulmasta, jossa ei kiistetä arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta; siinä päinvastoin pidetään juuri markkinoiden tehokkuutta syynä siihen, ettei pörssikurssi sovi käyvän arvon mittariksi. Bebchukin ja Kahanin mukaan jo mahdollisuus lunastushinnan perustamisesta edeltävään pörssikurssiin on omiaan johtamaan ”takaisinkytkentään”, jonka seurauksena kurssitaso laskee yleisesti. Siten lunastusta edeltävä pörssikurssi on olennaisesti alempi kuin jos lunastushintaa ei perustettaisi edeltävään kurssitasoon.⁴²

Tämä johtuu sijoittajien rationaalisesta toiminnasta. Heidän perusteltu odotuksensa on, että mahdollinen enemmistöosakas pyrkii toteuttamaan lunastuksen juuri silloin, kun osakkeen todellinen arvo on korkeampi kuin sen markkinahinta. Tällöin hän pystyy maksimoimaan oman tuottonsa pienisijoittajien kustannuksella. Vähemmistöomistajilla on myös syytä olettaa, että enemmistötaho tietää muita paremmin yhtiön todellisen arvon, sillä siihen vaikuttaa sängen merkittävästi se, mitkä ovat hänen omat suunnitelmansa yhtiön kehittämiseksi.⁴³ – Hänellä ei ole velvollisuutta julkistaa omia aikomuksiaan.⁴⁴ Enemmistöosakkaan toimet kuitenkin paljastavat sijoittajille hänen käsityksensä osakkeen arvosta: jos enemmistötaho ei ole tietyllä kurssitasolla toteuttanut lunastusta, on se muille implisiittinen signaali siitä, että kurssi on korkeampi kuin osakkeen todellinen arvo. Tämän seurauksena sijoittajat alentavat odotuksiaan osakkeen tuotosta, jolloin kurssitaso laskee. Jos enemmistöosakas ei toteuta lunastusta uudella, alemmalla kurssitasolla, on se puolestaan merkki, että osake on markkinoilla edelleen ylihinnoiteltu sen todelliseen arvoon nähden, mikä taas johtaa vielä alempaan kurssitasoon. Alenevan kierteensä myötä kurssitaso voi Bebchukin ja Kahanin mukaan madaltua aina tasolle, joka kuvaa yhtiön omaisuuden osakekohtaista likvidaatioarvoa, mikä puolestaan on osakkeen hinnan alaraja vähemmistöomistajan näkökulmasta. Toisaalta kierteen katkaiseminen jo ylemmälle tasolle on mahdollista oikeudellisin keinoin, jolloin tuomio-

⁴² Bebchuk – Kahan 2000, s. 250.

⁴³ Kuten Bebchukin ja Kahanin esityksestä ilmenee, heidän argumentointinsa on muunnella taloustieteen keskeiseksi tutkimuskohteeksi 1970-luvulla nousseesta informaation epäsuhtaisen jakautumisen ongelmasta, ks. Kaisanlahti 1996, s. 199–200.

⁴⁴ Kehittyneillä arvopaperimarkkinoilla tavanomaisesti lakisääteisesti asetettu julkistamisvelvollisuus kohdistuu asianomaiseen yhtiöön, sen hallituksen ja muun johdon päätöksiin toimiin, joilla voi olla olennaista vaikutusta yhtiön osakkeen kurssiin, Suomessa tätä koskeva perussäännös on AML 2:7 §, ks. Astola 1990, s. 92–99. Sitä vastoin osakaskunnan tai hallituksen aikomuksiin velvoite ei ulotu, ei ennen kuin niiden mukaiset päätökset on tehty yhtiökokouksessa tai niitä koskevat esitykset on sisällytetty yhtiökokouksuun tai muuhun kokousta koskevaan ennakkoinformaatioon.

istuinkäytännössä tai lainsäädännöllisesti muodostetaan kanta käyvän hinnan perustamisesta ensisijaisesti vastaisuudessa odotettavissa oleviin tuottoihin, jotka kuvaavat ”todellista” käypää arvoa, eikä lunastusvaatimuksen esittämistä edeltäneeseen pörssikurssitasoon.⁴⁵

Bebchukin ja Kahanin johtopäätös on ongelmallinen. Jos arvopaperimarkkinoilla toimittaisiin heidän mallinsa ennustamalla tavalla, johtaisi se *Paul Mahoneyn* mukaan enemmistöomistuksessa olevien yhtiöiden häviämiseen (ainakin) julkisen pörssikaupankäynnin piiristä: ”– firms with a shareholder who owns more than 50 percent but less than 100 percent of the equity could not exist.”⁴⁶ Tämä aiheutuisi siitä, että ulkopuoliset sijoittajat olisivat valmiita maksamaan tällaisen yhtiön osakkeista vain niiden likvidaatio-osuuden verran.

Toisaalta Mahoneyn oman, yhdessä *Mark Weinsteinin* kanssa tekemän amerikkalaisia arvopaperimarkkinoita koskevan empiirisen tutkimuksen tulemana on, ettei mahdollisuus lunastushinnan määrittämiseen tuomioistuimen toimesta (”appraisal remedy”) juuri vaikuta piensijoittajan odotettavissa olevaan tuottoon; jos mahdollisuus olisi merkityksellinen, tulisi Mahoneyn ja Weinsteinin tutkimushypoteesin mukaan vähemmistöomistajien saamien tuottojen olla korkeammat sellaisissa Yhdysvaltojen osavaltioissa, joissa tämä mahdollisuus on käytettävissä kuin niissä, joiden lainsäädäntö ei salli vähemmistön kääntyä tuomioistuimen puoleen lunastushinnan määrittämiseksi. Heidän laajan, 1 350 tapausta koskevan tutkimuksensa tulokset eivät kuitenkaan vahvistaneet tätä hypoteesia.⁴⁷ Lunastushinnan perustaminen lunastusvaatimusta edeltävään pörssikurssitasoon ei siten anna enemmistölle mahdollisuutta hyötyä piensijoittajien kustannuksella.

Tämä johtopäätös on yhdenmukainen myös *Clifford Holdernessin* ja *Dennis Sheehanin* aikaisempien tulosten kanssa. Heidän jo vuonna 1988 julkistettu tutkimuksensa koski kirjanpitoarvojen suhdetta markkina-arvoihin. Siinä hypoteesina oli, että markkina-arvon ja omaisuuden yhteenlasketun kirjanpitoarvon erotus on suhteellisesti pienin sellaisissa yhtiöissä, jotka ovat yhden enemmistötahon määräysvallassa. Taustalla on ajatus, jonka mukaan ulkopuoliset sijoittajat eivät olisi valmiita maksamaan enemmistöosakkaan hallinnoiman yhtiön osakkeesta korkeaa hintaa, sillä he ottavat vähentävänä seikkana huomioon hänen mahdollisuutensa pyrkiä hyötymään

⁴⁵ Bebchuck – Kahan 2000, s. 251–252 ja 255–256.

⁴⁶ Mahoney 2000, s. 260.

⁴⁷ Mahoney 1999, s. 2: ”For the entire sample – we find no evidence that appraisal has any effect, positive or negative, on target shareholder gains from takeovers.”

muiden osakkaiden kustannuksella.⁴⁸ Hypoteesi jäi kuitenkin vahvistamatta: Holderness ja Sheehan eivät löytäneet yhdysvaltalaisia yhtiöitä koskeesta aineistostaan tilastollisesti merkittävää eroa tällaisten yhtiöiden ja muiden välillä. Tulos on indisio siitä, että lainsäädäntö tai muut institutionaaliset seikat rajoittavat ainakin jossain määrin enemmistöosakkaan mahdollisuuksia opportunistisiin.

Tuoreessa tutkimuksessaan myös *Zohar Goshen* ja *Zvi Wiener* päätyvät päinvastaiselle kannalle kuin *Bebchuk* ja *Kahan*. *Goshenin* ja *Wienerin* mukaan vähemmistöosakkeiden lunastamismahdollisuudella ei ole kuin vähäinen arvo enemmistötaholle eikä arvopaperimarkkinoiden tehokkuus osakkeiden hinnoittelussa julkistetun informaation perusteella johda kurssitason alenemiskiarteeseen. He kiinnittävät huomiota – toisin kuin *Bebchuk* ja *Kahan* – siihen, että enemmistöosakas voi hyödyntää lunastamismahdollisuutta vain kerran. Tämän vuoksi enemmistö pyrkii varaamaan mahdollisuuden juuri siihen tilanteeseen, jossa hänen näkemyksensä mukaisen osakkeen todellisen arvon ja markkinahinnan välinen erotus on kaikkein suurimmillaan.⁴⁹

Niin ikään *Goshen* ja *Wiener* ovat vakuuttuneita julkistettuun informaation nojautuvien sijoitusanalyttikkojen kyvykkyydestä arvottaa yhtiön vastaisia kehitysnäkymiä vähintään yhtä tehokkaasti kuin sen sisäpiiriin kuuluva enemmistöosakas. Analyttikkojen toiminnan vuoksi ”todellisen” arvon ja markkinahinnan välille ei pääsisi muodostumaan niin olennaista eroa, että enemmistötaho voisi hyötyä muiden osakkaiden kustannuksella lunastamalla heidän osakkeensa ”alihintaan”.⁵⁰

Argumentointi palautuu näin takaisin kysymykseen siitä, onko arvopaperimarkkina tehokas väline osakkeen todellisen arvon määrittämisessä. Tämän osalta voidaan tyytyä toteamaan, että *Goshen* ja *Wiener* ovat selvästi taipuvaisempia myönteiseen vastaukseen kuin *Bebchuk* ja *Kahan*. Se, kumpi näkemys on perustellumpi, riippuu kuitenkin viime kädessä yhtiökohtaisista tekijöistä.

Toisaalta niin *Mahoneyn* kuin *Goshenin* ja *Wienerin* kritiikissä jää takalalle olennainen seikka: *Bebchukin* ja *Kahanin* teoreettinen malli itse asiassa vahvistaa sen, että lainsäädännön tarjoama suoja toimii. Ellei suojaa olisi olemassa, eivät enemmistöosakkaiden hallinnoimat yhtiöt voisi menestyä. Kuitenkin niin Suomessa kuin muualla tällaiset yhtiöt kilpailevat muiden

⁴⁸ Ks. Holderness – Sheehan 1988.

⁴⁹ Goshen – Wiener 2000, s. 7.

⁵⁰ *Ibid*, s. 25.

yrittäjien kanssa tasapäisesti. Se, onko suoja järjestetty lunastusmahdollisuutena vai muulla oikeudellisella välineellä taikka näiden yhdistelmänä, on ”vain” säädäntötekninen kysymys.

3.2 Käyvän hinnan määräytyminen ostotarjouksessa *de lege ferenda*

Lainsäätäjän valintatilanne vaikuttaa edeltävän luvussa esitettyjen argumenttien valossa sangen pelkistetyltä: joko sääntely perustetaan taloustieteen valtavirran käsitykseen pörssikurssin ensisijaisuudesta osakkeen käyvän arvon kuvastajana tai siihen suhtaudutaan varauksellisimmin; Suomessa käyty oikeustieteellinen keskustelu on myös sangen tiukasti seurannut vastaavaa jakoa. Tämä ei kuitenkaan ymmärtääkseni ole ainoa vaihtoehto *de lege ferenda* -näkökulmasta. Välittävämpi kanta voidaan perustaa tehokkuustavoitteen ja yksittäisen osakkaan veto-oikeuden tasapainottamiseen, jolloin päädytään seuraavaan teesiin:

Lunastustarjouksen mukaista korvausta on pidettävä käypänä hintana, jos sen hyväksyvät osakkaat, jotka omistavat enemmistön tarjouksen kohteena olevista osakkeista. Enemmistön hyväksyminen sitoisi tällöin myös muista tarjouksen saaneista osakkaista niitä, jotka pysyvät passiivisina asiassa. Perustuslaillisesta omaisuusuojusta kuitenkin johtuu, ettei tarjoukseen tyytymättömältä osakkaalta, vaikka hän omistaisi vain yhden osakkeen, voida evätä mahdollisuutta riitauttaa lunastushintatarjousta välimiesmenettelyssä eikä oikeutta valittaa välitystuomiosta yleiseen alioikeuteen.

Tarjouksen kohteena olevista osakkeista enemmistöä edustavien sijoittajien hyväksyminen ostotarjoukselle määräisi lähtökohtaisesti myös muiden vähemmistöomistajien saatavissa olevan lunastuksen. Esimerkkinä voidaan käyttää tilannetta, jossa tarjouksen tekevällä enemmistöosakkaalla on 91 % osakkeista. Jos tällöin 5 % yhtiön osakkeista edustavat vähemmistöosakkaat hyväksyvät tarjouksen, on myös loppujen sijoittajien, jotka siis omistavat 4 % osakkeista, otettava – pysyessään passiivisina – lunastustarjouksen mukainen korvaus. Se olisi toisin sanoen ”käypä hinta” asianomaisessa tapauksessa, jolle piensijoittaja riitautta sitä välimiesmenettelyssä.⁵¹

Sitovuuden ohella olennaista on, että päätösvalta hyväksymisestä pysytetään muilla sijoittajilla kuin enemmistöosakkaalla eli tarjouksen tekijäl-

⁵¹ Samansuuntaisesti Goshen 1997.

lä.⁵² Itse asiassa hänen ei tarvitse omistaa yhtäkään kohdeyhtiön osakkeista ennen tarjousta. Tarjouksen tulee täyttää vain kaksi ehtoa: yhtäältä sen kohteena on oltava kaikki ”loput” osakkeet eli muiden kuin tarjouksen tekijän, mukaan lukien sen kanssa yksissä tuumin toimivien tahojen ja määräysvalta-yhtiöiden, osakkeet ja toisaalta näiden osakkeiden osalta täytyy tarjouksen tulla hyväksytyksi sellaisella enemmistöllä, että lunastusvelvollisuuden laukaiseva 90 %:n raja ylittyy. Jos osake on julkisen kaupankäynnin kohteena, tarjous voi olla AML 6 luvun 1 §:n mukainen julkinen ostotarjous tai 6 §:ssä tarkoitettu lunastustarjous.

Esitetyssä mallissa enemmistöosakas on poissuljettu kannanmuodostuksesta. Päätöksen tarjouksen hyväksymisestä tai hylkäämisestä tekevät vähemmistöosakkaat. He ovat halukkaita luopumaan osakkeestaan tarjouksen mukaisesta hinnasta vain, jos se vastaa heidän käsityksensä mukaan vähintään osakkeen todellista arvoa. Näin voidaan irtautua edellisessä luvussa kuvatusta kiistelystä koskien lunastustilanteen edeltävästä pörssi-kurssin kelpoisuutta lunastettavan osakkeen käyväksi hinnaksi. Harkitessaan ostotarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä omalta osaltaan kukin sijoittaja luonnollisesti kiinnittää huomiota vallitsevaan pörssikurssitasoon, mutta mikään ei estä häntä hylkäämästä tarjousta, jos hän pitää kurssin ylittävää preemiota riittämättömänä. Mikäli tarjouksen kohteena olevista osakkeista enemmistöä edustavat sijoittajat eivät osaltaan hyväksy tarjousta, siirtyy kysymys käyvästä hinnasta välimiesoikeuden arvioitavaksi, jos lunastusraja on kuitenkin tarjouksella tai myöhemmin muuten ylittynyt.

Joskus katsotaan, että tarjouksen kohteena olevat piensijoittajat ovat tosiasiallisesti pakotettuja lunastustarjouksen hyväksymiseen, vaikka pitävät hintaa riittämättömänä. Käsitys pakottavuudesta kuvastaa kuitenkin ensisijaisesti yhdysvaltalaista arvopaperimarkkinakäytäntöä, jossa julkisella ostotarjouksella kohdeyhtiössä enemmistöosakkuuden hankkinut toinen yhtiö voi päättää sulautumisestaan kohdeyhtiön kanssa siten, että vähemmistöosakkaille annetaan rahavastike, joka on pienempi kuin sulautumista edeltävässä ostotarjouksessa.⁵³

Pakottavuus ei kuitenkaan olisi ongelma edellä esitetyssä *de lege ferenda*-mallissa, kuten ei Suomen nykyisessä välimieskäytännössäkään, sillä edeltävän ostotarjouksen mukainen korvaus olisi joka tapauksessa lunastuskorvauksen alaraja. Toisin sanoen sellainen osakkeenomistaja, joka pitää korvausta liian alhaisena, voi päättää hylätä tarjouksen osaltaan ja jäädä odot-

⁵² Vastaavanlaisia ehdotuksia on tehty Yhdysvalloissa sikäläisen fuusiomenettelyn kehittämiseksi, esim. van den Berg 1984 sekä Bebchuk 1985, s. 1760–1761.

⁵³ Ks. Kaisanlahti 1995, s. 170–172.

tamaan ilman riskiä siitä, että välimiehet määräisivät ostotarjouksen mukaista vastiketta pienemmän lunastushinnan. Jos tällaisia vähemmistö-osakkaita on riittävän monta, se voi johtaa tilanteeseen, jossa tarjouksen tekijä ei saa tarvitsemaansa kannatusta. Jos tällöin tarjouksen myötä kuitenkin ylittyy 90 %:n lunastusraja, voivat ne jotka eivät ole hyväksyneet tarjousta, vaatia osakkeidensa lunastushinnan määrittämistä erityisessä välimiesmenettelyssä.⁵⁴

Toisaalta sellaisella vähemmistöosakkaalla, joka pitää ostotarjouksen mukaista vastiketta käypänä hintana, ei ole kannustinta käyttäytyä opportunistisesti ja jäädä odottamaan olettaen, että välimiestuomiossa osakkeen lunastushinta määriteltäisiin aikaisemman ostotarjouksen mukaista vastiketta huomattavasti korkeammaksi. Tämä johtuu siitä, että vaikka välimiesmenettelyssä ei voida määrätä lunastushintaa alemmaksi kuin mitä edeltäneessä ostotarjouksessa enemmistöosakas on ollut valmis maksamaan, niin pienomistaja menettää vaihtoehtoistuoton korvaukselle ajalta ennen välimiespäätöstä lunastushinnasta. Sijoittaja ei ole indifferentti sen suhteen, saako hän lunastuskorvauksena maksun tänään vai vasta myöhemmin lainvoimaisella päätöksellä, joka voi seurata myöhemmin, mahdollisesti vasta kuukausien tai vuosien päästä.

Perusteltuna voidaan pitää myös ajatusta siitä, että vähemmistöosakkaalle hyvittäisiin osakemarkkinoiden kurssinousu ajalta ennen lunastushinnan määräämistä, sillä hänen varansahan ovat käytännössä sidottuina lunastettavaan osakkeeseen eikä niitä ole voitu sijoittaa muualle ennen lunastushinnan suorittamista. Hyvittäminen on sitä tarpeellisempaa, mitä aikaisemmin osakkeen pörssikauppa tai muu julkinen kaupankäynti on lopetettu ennen välitystuomion antamista. Näin lunastushinnan määräämisessä otettaisiin huomioon esimerkiksi se, miten paljon on HEX-indeksin pisteluku noussut Helsingin arvopaperipörssissä: lunastusvaatimuksen esittämisen ja lunastuskorvauksen määräämisen väliseltä ajalta korvausta korotettaisiin samassa suhteessa kuin mikä oli asianomaisen osakkeen pörssikurssin herkkyyden muuttua suhteessa yleiseen, koko osakemarkkinaa koskevaan indeksinouluun ennen lunastustilanteen syntymistä; tämä taloustieteessä beta-kertoimeksi kutsuttu suhde voitaisiin laskea esimerkiksi 12 kuukaudelta ennen lunastusvaatimuksen esittämistä.⁵⁵ Vaihtoehtona yleiselle osakemarkkina-

⁵⁴ Vastaavasti esim. Bebchuk – Hart 2001, s. 23: ”The free-rider problem arises when, in the event that the bid is going to win, shareholders prefer to hold out and receive the post-acquisition value off the company rather than tender.”

⁵⁵ Eräässä laajasti käytetyssä rahoituksen oppikirjassa kuvataan beta-kerrointa seuraavasti (Brealey – Myers 2000, s. 174): ”Stocks with betas greater than 1,0 tend to amplify the overall movements of the market. Stock with betas between 0 and 1,0 tend to move in the same di-

kehitykselle olisi mahdollista hyödyntää myös muuta indeksiä, esimerkiksi bruttokansantuotteen kehitystä. Olennaista kuitenkin on, että vähemmistölle maksettavaa korvausta korottaisi indeksin nousu siinä suhteessa kuin miten herkkä osakkeen pörssikurssi oli aikaisemmin, ennen lunastustilanteen syntymistä muuttamaan indeksiin nähden.⁵⁶

Toisaalta välimiesmenettelyn vaatiminen on piensijoittajan aktiivinen päätös, jolla hän implisiittisesti ilmaisee valmiutensa pitää varansa sidottuna juuri lunastettavaan osakkeeseen. Siten olisi johdonmukaista edellyttää edellä sanotulle käänteisesti, että lunastushinnassa otetaan huomioon myös mahdollinen kurssilasku välimiesmenettelyä koskevan vaatimuksen ja lunastushinnan määräämisen väliseltä ajalta. Tämä on tarpeen, ettei vähemmistöomistaja yksinomaan spekulatiivisessa mielessä hylkää julkiseen ostotarjoukseen osallistumista odottaen, että hän saa (ainakin) nimellisarvoltaan vähintään yhtä suuren korvauksen välimiestuomiossa. Hänen riskiään markkinakehityksen suhteen ei tule rajata alaspäin, jotta toisaalta olisi perusteltua antaa hänelle korvaus myönteisestä kurssikehityksestä. Lisäksi on huomattava, ettei välimiesoikeus automaattisesti määrää korkeampaa korvausta kuin tarjottu vastikkeeksi on annettu aikaisemmassa ostotarjouksessa. Korottamisen perustaksi ei riitä se, että välimiesmenettelyn on aloittanut tarjoukseen tyytymätön vähemmistöosakas.

Piensijoittajalla olisi kuitenkin aina oikeus saattaa asia välimiesoikeuden arvioitavaksi, vaikka tarjouksen kohteena olleista osakkeista enemmistöä edustavat omistajat olisivat hyväksyneet vastikkeen edellä kuvatulla tavalla. Kullekin osakkaalle kuuluisi itsenäinen oikeus vireillepanoon, joten välimiesmenettely sallittaisiin silloinkin, kun kaikki muut omistajat ovat hyväksyneet tarjouksen. Tämä täyttäisi perustuslaillisen vaatimuksen omaisuusluojasta. Suomen perustuslain (731/1999) 15.2 § edellyttää, että omaisuudesta on maksettava täysi korvaus, kun pakkolunastus perustuu yleiseen tarpeeseen.⁵⁷ Koska tällaiseen julkiseen etuun perustuvan lunastuksen kohteena olevan esineen tai muun oikeuden omistaja voi riitauttaa tarjotun

rection as the market, but not as far. Of course, the market is the portfolio of all stocks, so the 'average' stock has a beta of 1,0." Jos beta-kerroin on esimerkiksi 0,8, tarkoittaa se siten, että asianomaisen osakkeen odotettavissa oleva kurssinousu on keskimäärin vain 80 % yleisestä kurssitason muutoksesta. Ks. myös Niskanen – Niskanen 2000, s. 218–219.

⁵⁶ Beta-mallin kehittänyt vuoden 1990 taloustieteen nobelisti *William Sharpe* korostaa indeksin kattavuutta (Sharpe 1963, s. 339): "The index – – may be the level of the stock market as a whole, the Gross National Product, some price index or any other factor thought to be the most important single influence on the returns from securities." Yleisesti beta-mallin historiasta ks. Bernstein 1992, s. 80–84.

⁵⁷ Säännöksen perusteluista ks. HE 1/1998 vp. Omaisuusluojasta perusoikeutena ks. yleisesti Kuusiniemi – Peltomaa 1999, s. 25–29 sekä laajemmin Lämsineva 1999, s. 473–509.

korvauksen tuomioistuimessa, ei tätä vähäisempää suojaimekanismia voida pitää riittävänä myöskään yksityisessä intressissä tehtävälle yhtiöoikeudelliselle lunastukselle.⁵⁸ Näin kullakin osakkaalla olisi itsenäinen mahdollisuus saada välimiesten tuomio siitä, pitääkö hänen tyytyä siihen vastikkeeseen, jonka ovat hyväksyneet enemmistöä tarjouksen kohteena olevista osakkeista edustavat omistajat. Voimassa olevan lain mukaan välimiesoikeuden päätöksestä voidaan myös valittaa yleiseen alioikeuteen (OYL 16:5.5 §). Tämä olisi edelleen mahdollista ehdotetussa mallissa.

Ehdotuksessa ei myöskään puututa prosessikustannusten jakautumiseen. Voimassa oleva OYL 16:5.3 § asettaa kuluvastuun välimiesmenettelystä pääsääntöisesti lunastajalle. Kuitenkin mainitun lainkohdan nojalla välimiehet voivat erityisestä syystä katsoa kohtuulliseksi vähemmistöosakkaan velvoittamisen vastaamaan kuluista joko kokonaan tai osittain. Esimerkkinä tällaisista syistä mainitaan lain perusteluissa tilanne, jossa vähemmistö on vaatinut ”kohtuutonta lunastushintaa.”⁵⁹ Viimeaikaisessa välimieskäytännössäkkin on näin menetelty.⁶⁰

Välimiesoikeus voisi mahdollisesti poiketa enemmistön hyväksymästä hinnasta piensijoittajien hyväksi. Tämä kuitenkin koskisi osakkaista vain niitä, jotka ovat toimineet asiassa aktiivisesti nostaten välimiesmenettelyn vireille. Kuvatussa tilanteessa, jossa enemmistöä kohteena olleista osakkeista edustavat omistajat ovat hyväksyneet vastikkeen, tarjouksen tekijällä olisi oikeus ilman välimieskäsittelyä lunastaa vastikkeen mukaisesta hinnasta osakkeet muilta kuin lunastusta aktiivisesti vastustavilta osakkailta. Kun tarjouksen tekijä on todentanut kaupparekisterille lunastusedellytysten täyttyneen, olisi hänellä rekisterimerkinnän ja sitä koskevan kuulusmenettelyn ja tiedoksiannon jälkeen oikeus saada itselleen maksua vastaan loput osakkeet niiltä, jotka eivät määrääjassa vastusta lunastusta panemalla vireille välimiesmenettelyä.⁶¹

⁵⁸ Tämä näkökohta perustuu dosentti *Pekka Timosen* kommenttiin käsikirjoituksestani. Myös lain esityöt (HE 1/1998 vp:n 15 §:n yksityiskohtaisten perusteluiden kohdalla viitattu HE 309/1998 vp., s. 62–63) kiinnittävät huomiota intressin luonteeseen: ”Mitä voimakkaammasta ja pakottavammasta yleistä edusta on kysymys, sitä pitemmälle menevästä puuttumisesta voidaan säätää tavallisella lailla.” Vaikka tämä lausuma koskee säätämisyjärjestystä, on vastaava intressipunninta merkityksellinen lainsäätäjän tehdessä valintoja lunastuksen kohteena olevan taloudellisen edun haltijan oikeusturvan saatavuudesta ja järjestämisestä.

⁵⁹ HE 27/1977 vp., s. 162.

⁶⁰ Esim. *Länsivoima Oyj* osakkeita koskeva välitystuomio 20.6.2001 (lainvoimainen).

⁶¹ Tässä yhteydessä ei ole tarpeen tehdä ehdotusta kuulus- ja muun julkistamismenettelyn tarkemmasta sisällöstä.

Ehdotus ei ole omaisuudensuojan kannalta tavanomainen, koska siinä asetetaan toimimisvelvollisuus vähemmistöosakkaalle. Pääsääntöisestihän suomalainen perusoikeusjärjestelmä suojaa myös passiivisena pysyvän omistajan oikeutta. Vaatimusta aktiivisuudesta ei kuitenkaan voida pitää ainutlaatuisena osakasaseman sääntelyssä. Esimerkiksi OYL 14:4 §:n tarkoittama mahdollisuus rahastoantiosakkeiden menettämiseen perustuu passiiviteettiin. Siinäkin on kyse yksityisessä – yhtiön ja välillisesti muun osakaskunnan – intressissä tehtävästä ”konfiskaatiosta”. Vastaavan menettelyn sallii OYL 3a:3a § myös arvo-osuusjärjestelmään siirtämättömille osakkeille.⁶² Edellä ehdotetun mallin tavoin juuri mainittujen lainkohtien tarkoittamissa tilanteissa ei siis ole asetettu yhtiölle velvollisuutta vahvistuttaa välimies- tai tuomioistuimen menettelyssä oikeutta ottaa omaisuutta passiiviselta omistajalta.

3.3 Ostotarjouksen hyväksyttävyyden edellyttämä enemmistövaatimus ja taloustieteen tehokkuusmittarit

Edellisessä luvussa hahmotellun ehdotuksen kannalta on keskeistä se, miten enemmistöä tarjouksen kohteena olevaa osakkeista edustavat sijoittajat käyttäytyvät valintatilanteessa: jos he hyväksyvät ostotarjouksen, on sen mukaista vastiketta pidettävä osakkeen käypänä hintana myös passiivisina pysyvien osakkaiden osalta. Ostotarjouksen tekijän itsensä ja hänen etuhajonsa omistamia osakkeita ei oteta tässä arvioinnissa huomioon, joten tarjouksen menestys lasketaan muiden osakkeiden tuottamista äänistä. Edellä ei ole kuitenkaan otettu kantaa siihen, millaisella enemmistöllä tarjous on hyväksyttävä. Riittääkö valtaosa osakkeiden tuottamista äänistä vai tulisiko vaatia hyväksymistä määräänemmistöllä, esimerkiksi kahdella kolmasosalla? – Tällaista kannatustahan edellytetään rahoitusrakennetta koskevissa päätöksissä muutenkin osakeyhtiölain nojalla.⁶³

Selvää on, että mitä suurempaa enemmistöä vaaditaan, sitä lähemmäksi päästään Pareto-tehokkuuden optimia.⁶⁴ Toisaalta enemmistörajan nostaminen kannustaa kohteena olevia sijoittajia olemaan hyväksymättä tarjousta

⁶² Tätä mahdollisuutta perustellaan lain esitöissä (HE 89/1996 vp., s. 67) yhtiölle aiheutuvilla kustannuksilla ja hallinnollisilla ongelmilla.

⁶³ Tyyppitapaus on OYL 4:2.2 §, jossa säädetään osakkeiden liikkeeseenlaskusta nykyisten omistajien merkintäetuoikeudesta poiketen.

⁶⁴ Tullock 1959, s. 577: ” – – the larger the majority required, the more closely would the result approach a Pareto optimum.” Vrt. Parisi – Klick 2001, s. 1, ” – – the unanimity rule will do more than fulfil the Pareto efficiency criterion. In fact, in a world where side-payments are allowable, outcomes under a unanimity rule will satisfy the Hicks-Kaldor compensation criterion of efficiency.”

siinä odotuksessa, että tarjottua vastiketta parempi korvaus saataisiin myöhemmin enemmistöosakkaalta kahdenkeskisellä kaupalla.⁶⁵ Tämä kannustin on olemassa, vaikka asianomainen sijoittaja pitäisi tarjottua vastiketta sinänsä käypänä hintana; hänhän luonnollisesti havittelee niin korkeaa korvausta kuin on mahdollista kulloisessakin tilanteessa.⁶⁶

Mitä useampi kohdeyhtiön piensijoittajista valitsee tämän toimintatavan, sitä todennäköisemmin koko osakaskunnan näkökulmasta edullinen tarjous jää kannatuksen puutteen takia hyväksymättä, mikä koituu usein myös vielä korkeampaa hintaa odottavien sijoittajien tappioksi, koska tarjouksen menestyksettömyyden myötä sen tekijä ei todennäköisesti ole valmis tavoittelemaan omistusosuutensa lisäämistä yksityisin kaupun. Taloustieteen välineistössä tällaista ilmiötä nimitetään pidättäytymisongelmaksi (*hold-out problem*).⁶⁷ Se on sitä voimakkaampi, mitä suurempaa enemmistöä odotetaan päätöksen hyväksymiseltä. Tämän vuoksi hyväksymisrajan muotoileminen ”vain” yksinkertaisen enemmistön vaatimukseksi minimoi pidättäytymisongelman.⁶⁸

Enemmistön suuruutta koskeva valinnassa on syytä ottaa huomioon se, kuinka yhdenmukaisia osakkeenomistajat ovat tavoitteiltaan asianomaisessa yhtiössä. Mitä homogeenisemmasta ryhmästä on kyse, sitä suurempi merkitys tulee asettaa pidättäytymisongelman pienentämiselle. Uusimman empiirisen taloustutkimuksen mukaan sijoittajat ovat lähtökohtaisesti epähomogeeninen joukko; tämä ilmenee mm. omien osakkeiden ostotarjouksissa, joissa kohteena olevat sijoittajat ovat valmiita luopumaan omistuksestaan hyvin erisuuruisista vastikkeista.⁶⁹

Rahoitusteoreettisesti osakkeenomistajien tavoite sidosryhmänä on kuitenkin yhtenäinen: yhtiön markkina-arvon kasvattaminen niin suureksi kuin mahdollista, mikä puolestaan maksimoi osakaskuntaan kuuluvien sijoittajien tuoton.⁷⁰ On myös huomattava, että vähemmistöasemassa olevat sijoittajat voivat saada tuottoensa vain omistuksensa edustamassa suhteessa yhtiä

⁶⁵ Cohen 1990, s. 123–124: ”The ability to acquire a simple majority – – increases the risks to prospective holdouts, effectively eliminating their incentive to engage in the effort.” Vastaavasti Goshen 1997, s. 757 ja 769

⁶⁶ Tämä on perusolettama taloudellisissa analyysissä, esim. Buchanan – Tullock 1962, s. 29: “– – individuals will, on the average, choose ‘more’ rather than ‘less’ when confronted with the opportunity for choice – –.”

⁶⁷ Ks. Kisanlahti 1995, s. 171.

⁶⁸ Cohen 1990, s. 123–124. Yleisemmin tästä ongelmasta ks. Milgrom – Roberts 1992, s. 136–139 ja 307–308.

⁶⁹ Ks. Hodrickin 1999, s. 327–328, yhteenveto näistä tutkimuksista.

⁷⁰ Yleisesti Hart 1979. Vrt. kuitenkin Miller 1977, s. 1151: ” – – it is implausible to assume that although the future is very uncertain, and forecasts are very difficult to make, that somehow everyone makes identical estimates of the return and risk from every security.”

suurina osinkoina, mikä on omiaan lisäämään heidän yhtenäisyyttään.⁷¹ Koska kustakin heidän omistuksessaan olevasta osakkeesta odotettavissa oleva taloudellinen hyöty on yhtä suuri, eivät vähemmistöomistajien preferenssit voi merkittävästi erota. Siten ei ole syytä edellyttää hyväksymiseltä muuta kuin ”vain” yksinkertaista enemmistöä.⁷²

Määräenemmistövaatimuksen myötä keskenään samanlaisten osakkeiden painoarvo poikkeaa toisistaan. Esimerkiksi yli kahden kolmasosan enemmistöä koskevan vaatimuksen asettamisella vähemmistö eli yhtä kolmasosaa osakkeista edustavat sijoittajat voisivat estää enemmistöä saavuttamasta tavoitettaan. Kullakin yksittäisellä vähemmistöön kuuluvalla osakkeella olisi tällöin yhtä suuri merkitys päätöksenteossa kuin mikä on 1,94:llä enemmistöön kuuluvalla osakkeella.⁷³ Jotta mainittua määräenemmistövaatimusta voitaisiin pitää perusteltuna, tulisi vähemmistön preferenssien olla voimakkuudeltaan lähes kaksinkertaiset. Lunastushinnan kannalta tämä voidaan tulkita vähemmistön ja enemmistön käsitysten väliseksi eroksi osakkeen ”oikeasta” arvosta.

Näin suuri ero ei kuitenkaan vaikuta todennäköiseltä ottaen huomioon, että ostotarjouksen kohteena oleva sijoittaja – kuuluipa hän tarjouksen hyväksymiseen valmiiseen enemmistöön tai sitä vastustavaan vähemmistöön – on yleensä suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla omistukseltaan niin vähäinen, ettei hän voi vaikuttaa päätöksentekoon. Ostotarjouksia suomalaisista yhtiöistä ovat yleensä tehneet vain tahot, joilla on jo ennen tarjousta asianomaisten yhtiöiden tosiasiallinen määräysvalta; keskenään kilpailevat ostotarjoukset ovat suomalaiselle käytännölle vieras ilmiö.⁷⁴ Siten omistus tarjouksen kohteena olevassa yhtiössä on muulle osakkaalle luonteeltaan finanssisijoitus, josta hän tavoittelee arvonnousua ja osinkoja ilman tosiasiallista päätösvaltaa.

Toisaalta määräenemmistövaatimusta on pidetty perusteltuna yhteiskunnallista äänestyskäyttäytymistä koskevassa teoreettisessa tutkimuksessa.⁷⁵

⁷¹ Barzel – Sass 1990, s. 753.

⁷² Nitzan – Paroush 1982, s. 290, toteavat matemaattisen mallintamisensa perusteella vastavasti, että ”[i]n the extreme case of identical decision-makers, simple majority rule is indeed the optimal rule.” Käänteisesti tämän esitti jo Downs 1961, s. 192: “— the equal weighting of all votes can lead to undesirable results when voters do not have equally intense preferences.”

⁷³ Tämä on mukailtu Downsista 1961, s. 192. Ks. myös Riemer 1951, s. 17 ja Rae 1969, s. 42.

⁷⁴ Kaisanlahti 1999, s. 79–80.

⁷⁵ Klassinen esimerkki on Downs 1961, s. 192–199. Aikaisemmasta tutkimuksesta ks. Heineberg 1926 ja 1932, joista ilmenee, että yhteiskunnallisessa päätöksenteossa on yksimielisyysvaatimus liudentunut ajan myötä yksinkertaista enemmistöä koskevaksi pääsäännöksi. Heineberg 1932, s. 52, toteakin, että ”[p]erhaps no convention of our day is more acceptable to both the political scientist and the man on the street than the employment of the simple-majority device to determine the will of a group.”

Siinä mielenkiinto kohdistuu erityisesti mahdollisuuteen pyörtää jo aikaisemmin tehty valinta uudella päätöksellä. Pyörtämiskiarteeseen voidaan joutua toistuvassa päätöstilanteessa, joka koskee vähintään kahta eri kysymystä, jos äänestäjien käsitykset näiden kysymysten keskinäisestä tärkeysjärjestyksestä menevät ristiin.⁷⁶ Tällöin voi alkujaan menestynyt päätösesitys hävitä seuraavalla kerralla uudelle esitykselle, joka vetoaakin toisella tavalla muodostuvaan enemmistöön äänestäjistä.⁷⁷

Pyörtämismahdollisuus on ongelmallinen, sillä se johtaa epävakauteen yhteiskunnan toiminnassa.⁷⁸ Jos päätöksen uudistamismahdollisuutta ei ole rajoitettu, voidaan pyörtämiskierrettä hillitä määräenemmistövaatimuksella. Mitä korkeampaa enemmistöä edellytetään, sitä todennäköisempää on päätöksen pysyvyys. Tämä heijastuu muun muassa perustuslakien vaikeutettuun, määräenemmistöä vaativaan säätämisenjärjestykseen.⁷⁹ Tilanne julkisessa ostotarjouksessa on kuitenkin erilainen: siinä kukin tarjouksen kohteena oleva sijoittaja päättää, hyväksyykö vai hylkääkö hän tarjouksen omistamiensa osakkeiden osalta. Tämä päätöstilanne ei toistu. Koska kysymys on yhdestä ainutkertaisesta joko–tai–valinnasta, pyörtämiskiirteen välttäminen ei ole merkityksellinen näkökohta arvioitaessa enemmistövaatimusta yhtiöoikeudellisen lunastustilanteen kannalta.

Kun otetaan huomioon yhtäältä juuri kuvatun päätöstilanteen ainutkertaisuus ja yksiuolotteisuus sekä toisaalta ostotarjouksen kohteena olevien sijoittajien aseman yhdenmukaisuus heidän omistuksestaan odotettavien tuottojen suhteen, on yksinkertainen enemmistö päätössääntönä tarkoituksenmukainen. Jos ostotarjouksen kohteena olleista osakkeista yksinkertaista enemmistöä edustavat sijoittajat hyväksyvät tarjouksen, on sitä pidettävä riittävänä osoituksena tarjotun vastikkeen kohtuullisuudesta, jolloin se vastaa vähintään osakkeen käypää hintaa.⁸⁰ Vain siinä tapauksessa, että muiden kuin tarjouksen hyväksyneiden osakkaiden voitaisiin olettaa olevan parempia arvioimaan tarjotun vastikkeen riittävyttä, olisi määräenemmistöä, esimerkiksi kahta kolmasosaa koskeva vaatimus tarkoituksenmukainen.⁸¹

⁷⁶ Benham – Keefer 1991, s. 707. Tätä ongelmaa analysoi seikkaperäisesti Nurmi 1984, s. 12–37. Pelkistettynä kuvauksena ks. Kaisanlahti 1998, s. 89–90.

⁷⁷ Benham – Keefer 1991, s. 706.

⁷⁸ Lähemmin esim. Levmore 1999, s. 261–268 ja Müller 1991, s. 318.

⁷⁹ Rappaport – McGinnis 2000–01. Määräenemmistövaatimuksesta verrattuna päätöksentekoon kaksikamarisessa kansanedustuslaitoksessa, ks. Levmore 1992, s. 155–159.

⁸⁰ Vastaavasti Goshen 1997, s. 745: ”The majority view is preferable because it is more likely to be correct. Why assume ex ante that the minority’s opposition to a certain transaction is preferable when a majority of individuals in the group believe the transaction to be worthwhile?”

⁸¹ Gilson – Black 1995, s. 648–649.

Tämän johtopäätöksen selventämiseksi voidaan myös tarkastella tarjoukseen hyväksyneiden vähemmistöosakkaiden ja sen hylänneiden etujen välistä suhdetta Kaldor–Hicks-kriteerillä. Yhdysvaltalaiset *Ronald Gilson* ja *Bernhard Black* muotoilevat tilanteen seuraavasti: ” – – if 49 % of the voters feel more strongly about an issue than the remaining 51 %, there will be a net loss in welfare as a result of the transaction if a [simple] majority rule applies.”⁸² Tämän arvioinnissa on huomattava, että Suomessa tarjouksen kohteena olevat sijoittajat käytännössä edustavat vain vähemmistöä osakekannasta. Edellä kuvatun mukaisesti heillä ei ole perusteita poiketa odotuksiltaan toisistaan. Koska vähemmistöasemassa vaikutusmahdollisuudet ovat vähäiset, heidän tuotto-odotuksensa perustuvat yhdenmukaisesti osakkeen arvonnousuun ja yhtäläiseen osinkoon.⁸³ Ostotarjouksen kohteena olevat omistajat ovat näin omistuksensa luonteen kannalta sangen yhtenäisen ryhmä. Heidän tietonsa asianomaisesta yhtiöstä myös rajoittuvat arvopaperimarkkinalain 2 luvun velvoitteiden mukaisesti ja yhtiön vapaaehtoisesti julkistamaan informaatioon, joten heillä ei lähtökohtaisesti voi olla käytössään mitään sisäpiirintietoa. Näiden seikkojen vuoksi ei ole syytä olettaa, että vähemmistöä tämän ryhmän osakkeista edustavat sijoittajat olisivat säännönmukaisesti muita parempia arvonnäärittäjiä, jolloin myös väite heidän preferenssiensä voimakkuudesta jää perustelematta.

3.4 Enemmistövaatimus ja oikeudenmukaisuusargumentti

Jos oletetaan, että vähemmistöosakkaiden preferenssit ovat voimakkuudeltaan suunnilleen yhtä suuret, voidaan nojautua myös ”rawlsilaiseen” oikeudenmukaisuusargumenttiin ja esittää, että sijoittajat olisivat valmiita hyväksymään vähemmistöosakkeista laskettavan yksinkertaisen enemmistön päätöskriteeriksi lunastukselle.⁸⁴ Teoreettisessa alkutilassa – ”tietämättömyyden verhon” takana – kukin vähemmistöosakas on valintatilanteessa, jossa hän voi omalta osaltaan vastata tarjoukseen myönteisesti tai kieltei-

⁸² *Ibid.*, s. 647.

⁸³ Samansuuntaisesti Müller 1991, s. 318: ”For those decisions where the expected loss to those on the losing side is large relative to the gain for winners, a higher majority should be required to pass an issue.” Koska piensijoittajat ovat samanlaisessa asemassa, ei ostotarjouksen hyväksyminen tai hylkääminen vaikuta heidän keskinäiseen suhteeseen, toisin sanoen sillä ei ole sellaista redistributiivista vaikutusta, jota Müller tarkoittaa.

⁸⁴ Rawlsin mallin hyödyntämisestä yhtiöoikeudessa ks. myös Kaisanlahti 1999, s. 86.

sesti. Toisaalta ostotarjous kokonaisuudessaan voi tulla joko hyväksytyksi tai hylätyksi riippumatta siitä, miten yksittäinen vähemmistöosakas on vastannut.⁸⁵

Näin kunkin vähemmistöosakkaan kannalta mahdollisia ovat seuraavat kaksi edullista tulemaa: (i) hän vastaa tarjoukseen myönteisesti samalla kun tarjous tulee hyväksytyksi ja (ii) hän vastaa kielteisesti samalla kun tarjous tulee hylätyksi kokonaisuudessaan. Vaikka molemmat tulemat ovat hänen kannaltaan hyviä, voivat niiden arvot poiketa toisistaan. Toisaalta on mahdollista, että tulema on vähemmistöosakkaalle haitallinen kahdessa tapauksessa: (iii) hän vastaa myönteisesti mutta tarjous tulee kokonaisuutena hylätyksi ja (iv) hän vastaa kielteisesti mutta tarjous hyväksytään. Nämä tulemat tuottavat hänelle tappiota, mutta eivät välttämättä yhtä suurta.⁸⁶

Kun vähemmistöosakas punnitsee mahdollisia tulemia etukäteen (*ex ante*) täydellisen tietämättömyyden verhon takana, jolloin hän ei tiedä, (a) tuleeko hän vastaamaan myönteisesti tai kielteisesti tarjoukseen ja (b) hyväksytäänkö vai hylätäänkö tarjous kokonaisuutena eikä sitä (c) mikä hänelle on kunkin tuleman täsmällinen arvo, hän luonnollisesti haluaa minimoida todennäköisyyden tappiollisille tulemille (edellä (iii) ja (iv)).⁸⁷ Tässä tarkoituksessa yksinkertainen enemmistö on hänen kannaltaan paras mahdollinen päätössääntö.⁸⁸

”Rawlsilaisen” argumentin keskeinen kohta on oletus siitä, että kukin yksilö on riskikarttaja, joka tavoittelee hänelle kielteisten tulemien minimoimista. Tämä ei kuitenkaan ole välttämätöntä yksinkertaisen enemmistön oikeuttamiselle. Yksinkertaisen enemmistön päätössääntöä on matemaatikko *Kenneth May* perustellut jo 1950-luvulla muotoilemalla ensiksi ne lähtö-

⁸⁵ Vastaavasti Procaccia 1996, s. 634. Alkutilan käsitettä on hyödynnetty taloustieteessä jo ennen Rawlsia (ainakin) John Harsanyiin toimesta 1950-luvulla, ks. Harsanyi 1953, s. 434–435 ja Harsanyi 1955, s. 316. Rawls itsekin viittaa tältä osin Harsanyiin, Rawls 1972, s. 137, alav. 11. Niin ikään Buchanan – Tullock 1962, s. 78, suositti vastaavanlaista ajatuskoeetta perustuslaillisten valintojen tekemisessä. Myöhemmästä analyysistä ks. Roemer 2001. Jäljempänä tässä kirjoituksessa liitetään alkutilan käsite Rawlsiin, koska hän on edellä mainituista tutuin oikeustutkimuksen piirissä; toisaalta alkutila ei ole kuin yksi osa Rawlsin teorianmuodostuksen lähtökohtia, minkä vuoksi jäljempänä alkutilaan viitataan ”rawlsilaisena” käsitteenä lainausmerkein varustettuna.

⁸⁶ Näiden tulemien muotoilun perustana on Rae 1969, s. 41.

⁸⁷ Rae 1969, s. 42.

⁸⁸ Matemaattisesti tämän on todistanut Taylor 1969, s. 231: ”– the probability that any member will find himself either supporting a proposal which the committee rejects or opposing a proposal which the committee imposes is a minimum when the decision rule is majority-rule – –.”

kohdat, joita yleisesti voidaan pitää tarpeellisena äänestystilanteissa kahden vaihtoehdon välillä.⁸⁹

Mayn matemaattisen todistuksen mukaan ainoastaan yksinkertaisen enemmistön päätössääntö täyttää seuraavat neljä vaatimusta:⁹⁰ (i) äänestyksen ratkaisu (decisive): huolimatta siitä, miten äänet jakaantuvat, äänestystulos määrää lopullisesti, kumpi vaihtoehdoista – A vai B – voittaa, jolleivät äänet jakaudu aivan tasan;⁹¹ (ii) annettavien äänten anonyymi tasaveroisuus (egalitarian): kaikkien äänten merkitys on yhtäläinen, jolloin ei ole tarpeen tietää, kuka kunkin äänen antoi;⁹² (iii) vaihtoehtojen neutraliteetti (neutral): vaihtoehtoja kohdellaan samalla tavalla, joten jos vaihtoehdon A saamat äänet muutettaisiin B:lle annetuiksi ja päinvastoin, jolloin B:n äänet olisivatkin A:lle annettuja, myös voittava vaihtoehto vaihtuisi toiseksi, olipa se alun perin kumpi tahansa eli A tai B;⁹³ ja (iv) kunkin äänen positiivisuus, jonka sisältöä voidaan kuvata tilanteella, jossa sekä A:n että B:n puolesta on alun perin annettu aivan yhtä monta ääntä: jos tällöin sallittaisiin yhden A:n puolesta annettua ääntä koskevan päätöksen muuttaminen, mikä tarkoittaisi vastakkaisen vaihtoehdon valintaa tai äänestyksestä pidättäytymistä, niin tällöin B voittaisi (positively responsive).⁹⁴

May osoitti, että päätössäännöistä vain yksinkertainen enemmistö täyttää edellä mainittujen lähtökohtien mukaiset rajaukset.⁹⁵ Näistä (i) ja (iv) vaikuttavat itsestään selviltä, joten ne eivät ole kiinnostavia oikeustutkimukselle. Sitä vastoin rajaukset (ii) ja (iii) kiinnittyvät selvästi yleiseen oikeudenmukaisuustavoitteeseen. Jos poiketaan Mayn (iii)-lähtökohdasta, se itse asiassa tarkoittaa, ettei vaihtoehtoja tule pitää keskenään tasaveroisina; toisin sanoen niistä nykytilanteen säilyttävä olisi aina perustellumpi. Äänestystilanteessa, jossa päätöksen tekevät subjektit ovat asemaltaan keskenään yhtäläisiä, ei kuitenkaan ole helppo löytää oikeutusta tällaiselle kannalle. Tässä kirjoituksessa tarkasteltavaan kysymykseen nähden on selvää, että jos ostotarjouksen kohteena olevien sijoittajien valinnassa ei ole merkityk-

⁸⁹ May 1952. Myöhemmästä tutkimuksesta ks. Gutmann 1998 sekä sen kritiikistä Arrow 1998, Buchanan 1998 ja Tullock 1998.

⁹⁰ Lähtökohtien muotoilu on mukailtu esityksistä Miller 1987, s. 826 ja Miller 2001.

⁹¹ May 1952, s. 681.

⁹² *Ibid.*

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ *Ibid.*, s. 682.

⁹⁵ Mayn todistuksen matemaattinen muotoilu on vaikeasti seurattavissa. Oikeustutkimuksen kannalta on kuitenkin riittävää todeta, että todistuksen matemaattista moitteettomuutta ei ole kiistetty viimeksi kuluneena neljänä vuosikymmenenä ja se on edelleenkin keskeinen osa äänestysteoreettista tutkimusta.

sellistä tarjouksen tekijän itsensä kanta, turvataan valintaa tekevien subjektien keskinäinen homogeenisuus. Tämä voidaan järjestää määrittämällä tarvittava enemmistö vain muiden sijoittajien kuin tarjouksen tekijän ja sen etutahojen omistamista osakkeista, kuten edellä luvussa 3.2 on ehdotettu.

Jos taas loukattaisiin (ii)-lähtökohtaa Mayn todistuksessa, niin se yhtiöoikeudellisessa ympäristössä tarkoittaisi äänestysrajoituksen asettamista. Tällöin kukin sijoittaja saisi käyttää osakkeidensa tuottamista äänistä hyväkseen enintään tiettyä osuutta, esimerkiksi 10 % yhtiökokouksessa edustettujen osakkeiden äänistä. Rajoitukselle on kuitenkin yhtä lailla vaikea löytää pohjaa, jos enemmistö on jo poissuljettu päätöksenteosta, kuten ehdotetussa julkisen ostotarjouksen ja lunastushinnan suhdetta koskevassa mallissa.

Voidaan myös kysyä, miksi ylipäänsä tulisi rajoittaa keskenään homogeenisessä asemassa olevien subjektien päätöksentekoa. Poikkeaminen edellyttäisi uskoa siihen, että ostotarjousta vastustavat osakkaat ovat aina parempia arvioimaan tarjousta kuin ne, jotka hyväksyvät tarjouksen. Tällaisen kannan omaksuminen sisältää väitteen siitä, että ostotarjoukset olisivat rakenteellisesti vääristyneitä, jolloin palaudutaan edellisessä luvussa käsiteltyyn kysymykseen ostotarjouksen ”pakottavuudesta”.

Väite pakottavuudesta perustuu ajatukseen, jonka mukaan enemmistö ostotarjouksen kohteena olevista sijoittajista hyväksyisi tarjouksen ja sen mukaisen vastikkeen osakkeesta vastoin omaa todellista etuaan eli käsitystään siitä, että osakkeen todellinen arvo on tarjottua vastiketta korkeampi. Tällainen vaara on olemassa, jos vähemmistöosakas voi odottaa saavansa mahdollisessa myöhemmässä, ostotarjousta seuraavassa lunastusmenettelyssä vain tarjouksen mukaista vastiketta alemman korvauksen osakkeestaan. Välimieskäytännössä – samoin kuin edellä ehdotetussa mallissa – tämä vaara on eliminoitu asettamalla lunastushinnan alarajaksi ostotarjouksessa annettu vastike.

Jotta sijoittaja ei spekuloisi korkeamman lunastushinnan odotuksella, on toisaalta perusteltua edellyttää, että hän on valmis kantamaan omistukseensa liittyvän markkinariskin. Siten lunastushinnan määräämisessä olisi tarkoituksenmukaista antaa merkitystä myös osakemarkkinoiden yleiselle kurssi-muutokselle, joka kertyy välimiestuomion antamiseen mennessä. Muutos voisi yhtä lailla korottaa kuin alentaa lunastuskorvausta verrattuna ostotarjouksessa annettuun vastikkeeseen, vaikka välimiesoikeus katsoisi, että tarjottu vastike oli osakkeen käypä hinta. Tällöin kullakin vähemmistöomistajalla olisi kuitenkin aito kannustin muodostaa oma käsityksensä osakkeen käyvästä hinnasta eikä jättäytyä perusteetta välimiesoikeuden harkinnan varaan yksinomaan spekulatiivisesti, odottaen saavansa lunastuskorvauksen,

joka ainakin nimellismäärältään on aina vähintään yhtä suuri kuin edeltävän ostotarjouksen mukainen vastike.⁹⁶

Esitetyn analyysin perusteella ei kuitenkaan tule pitää yksinkertaista enemmistöä muuna kuin tahdonvaltaisena vähimmäisvaatimuksena. Jos yhtiökokous katsoo tarkoituksenmukaiseksi korkeamman rajan ottamisen yhtiöjärjestykseen, ei taloustieteen näkökulmasta ole perustetta tätä kieltää. Päinvastoin: kunkin yhtiön ja sen osakaskunnan erityispiirteistä johtuu, ettei voida osoittaa yhtä ainoata optimiratkaisua.⁹⁷

4 HUOMIOITA OIKEUSVERTAILUSTA

Seuraavassa tehdään vertailuja vähemmistöosakkeiden lunastussäännöstöihin eräissä muissa oikeusjärjestyksissä. Kohteena on erityisesti kysymys siitä, onko julkiselle ostotarjoukselle annettu näissä säännöstoissa erityistä merkitystä lunastushinnan määräytymisen kannalta. Oikeusvertailulla pyritään myös syventämään analyysiä lunastusrajan asettamisesta.

4.1 Ruotsi, Tanska ja Norja

Samoin kuin Suomessa, Ruotsin laissa (SFS 1975:1385) on annettu yli 90 %:n omistus- ja ääniosuuden hankkineelle osakastaholle oikeus vaatia muiden omistamien osakkeiden lunastamista itselleen käypään hintaan; toisaalta myös muille omistajille taataan mahdollisuus saada lunastus omien osakkeidensa osalta tällaiselta enemmistöaholta. Ruotsin oikeusjärjestys ei kuitenkaan jätä käyvän hinnan määrittelyä yhtä avoimeksi kuin Suomessa. Sikäläisessä osakeyhtiölaissa on nimittäin otettu huomioon tilanne, jossa lunastusrajan ylittämiseen johtaneet osakkeet on hankittu julkisella ostotarjouksella. Tätä koskeva 14:9.3 § kuuluu: ”Har moderbolaget förvärvat större delen av sina aktier i dotterbolag på grund av inbjudan till en vidare krets att till moderbolaget överlåta sådana aktier mot visst vederlag, skall

⁹⁶ Ks. jakso 3.2. edellä.

⁹⁷ Esim. Nitzan – Procaccia 1986, s. 199, toteaa tahdonvaltaisuuden ensisijaisuudesta äänestysäännöksissä: ”An optimal voting procedure for one firm may lead another firm to the brink of disaster. This being so, the notion that voting procedures ought to be determined in mandatory legislation is put to rest, once and for all.” Yleisemmin tahdonvaltaisuudesta yhtiöoikeudellisessa sääntelyssä ks. Kaisanlahti 1999, s. 90–96.

lösenbeloppet motsvara vederlaget, om ej särskilda skäl föranleder annat.”

Säännös tulee sovellettavaksi, jos emoyhtiö on hankkinut valtaosan kohdeyhtiössä omistamista osakkeista muille suunnatulla julkisella ostotarjouksella. Tämän vuoksi lunastushintaa ei voida perustaa yksinomaan tarjottuun vastikkeeseen siinä tapauksessa, että tarjouksen tekijällä on ollut yli puolet kohdeyhtiön osakkeista ja niiden tuottamista äänistä jo aikaisemmin, vaikka tarjous johtaisi lunastusrajan ylittymiseen. Toisin sanoen säännöksen soveltamisalasta on poissuljettu jo olemassa oleva konsernisuhde.

Kyse on presumptiosta: julkisen ostotarjouksen mukainen vastike on pääsääntöisesti käypä hinta silloin, mutta vain silloin, kun tarjouksen hyväksyvät sijoittajat hallitsevat enemmistöä kohdeyhtiön osakkeista. Lain perustelujen mukaan tällöin ei ole syytä antaa sijoittajien spekuloida mahdollisuudella saada osakkeestaan korkeampi hinta lunastusmenettelyssä: ”Det kan – – te sig egendomligt att de aktieägare som inte accepterar erbjudandet skall ha möjlighet att i ett inlösningsförfarande få ut ett högre pris för sina aktier. Detta möjliggör nämligen ett slags utpressning gentemot det nyblivna moderbolaget.”⁹⁸

Kuten edellä luonnostellussa *de lege ferenda* -ehdotuksessa, on myös ruotsalaisen säännöksen taustalla ajatus siitä, että ostotarjouksen mukaista vastiketta voidaan pitää käypänä hintana silloin, kun tarjouksen hyväksyneillä osakkailla on enemmistö kohteena olevista osakkeista ja niiden tuottamista äänistä. Säännöksen soveltamisala on kuitenkin tiukasti rajattu vain tilanteisiin, joissa ostotarjouksen tarkoittamat osakkeet edustavat valtaosaa yhtiön kaikista osakkeista ja niiden tuottamista äänistä.

Rajauksen taloudellinen mielekkyys on kyseenalainen, ainakin siltä osin kuin sen pohjana on käsitys, jonka mukaan osakkeen pörssikurssi ei voi kuvastaa osakkeen oikeaa arvoa, jos yhtiössä käyttää määräysvaltaa enemmistöosakas jo ennen tarjouksen tekemistä. Tätä voidaan arvostella nojautuen arvopaperimarkkinoiden toiminnasta saatuihin tutkimustuloksiin. Kohteena olevien sijoittajien taloudellisen aseman kannalta ei nimittäin ole merkitystä sillä, onko tarjouksen tekijällä ennen kuin hän tekee tarjouksen määräysvalta yhtiössä vai ei. Jos enemmistöosakkuuden syntyminen olisi riski vähemmistöosakkaille, otettaisiin se huomioon tehokkailla arvopaperimark-

⁹⁸ Proposition 1975:103, s. 533. Vastaavasti on argumentoitu myös myöhemmässä lainvalmistelussa (SOU 1997:22, s. 282–283): ”Ett huvudsakligt motiv – – är att förhindra att minoritetsaktieägare som inte accepterat ett offentligt uppköpserbjudande får möjlighet att i ett inlösenförfarande uppnå ett högre lösenbelopp än det som ett stort antal andra aktieägare godtagit.” Tätä kantaa eivät kuitenkaan ole kaikki ruotsalaiset oikeustieteilijät hyväksyneet, ks. Kaisanlahti 1995, s. 169.

kinoilla jo siinä hinnassa, jonka sijoittaja on valmis ylipäänsä maksamaan ryhtyessään yhtiön osakkaaksi. Mahdollisuus enemmistöaseman väärinkäyttöön asettaisi osakkeen merkintähinnan samoin kuin pörssikurssin alemmalle tasolle kuin muuten. Toisaalta empiirisen tutkimuksen kannalta enemmistöosakkaasta muille sijoittajille aiheutuvan riskin olemassaolo tarkoittaisi, että yhtiöissä, joissa on enemmistöosakas, pörssikurssit olisivat suhteellisesti alemmat kuin niissä, joissa omistus on hajautunut.⁹⁹ Tällaista yhteyttä ei kuitenkaan pystytä näyttämään. Todennäköisyys sille, että hajautunut omistusrakenne johtaisi korkeampaan pörssikurssiin, on vastaava kuin negatiiviselle tulemalle. Toisin sanoen ei ole löytynyt tilastollisesti merkittävää eroa näiden vaihtoehtojen välillä.¹⁰⁰

Todentamatta on jäänyt myös se, että enemmistötahon vaihtuminen toiseksi määräysvaltaosakkuutta koskevalla kaupalla aikaansaisi yleensä pörssikurssin laskun ja siten tappiota vähemmistösijoittajille: kurssin nouseminen on tällaisessa tilanteessa keskimäärin yhtä todennäköinen tulema kuin kurssilasku.¹⁰¹ Koska enemmistöasema heijastuu näin pörssikurssiin, ei sijoittajien taloudelliselle asemalle ole merkitystä sillä, millaisessa omistustilanteessa ostotarjous tehdään. Tässä suhteessa on myös muistettava, että sijoituksen tekeminen asianomaiseen yhtiöön on ollut piensijoittajan oma valinta. Vähemmistöosakkuuteenhan, ainakaan pörssi-yhtiössä, ei lähtökohteisesti liity takeita yhtiön omistusrakenteen säilymisestä vastaisuudessa samana kuin se on sijoitusta tehtäessä.

Edeltävää voidaan konkretisoida esimerkillä, jossa osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, vaikka asianomaisella yhtiöllä on jo ennen listautumista yksi enemmistöomistaja, jonka osuus on yli puolet osakkeista ja niiden tuottamista äänistä. Näin on tilanne esimerkiksi useissa suomalaisissa valtionyhtiöissä. Tällöin kaikki muut sijoittajat tietävät jo ennen pää-

⁹⁹ Tämä kysymys on ollut jo pitkään taloustieteellisen tutkimuksen kohteena; esim. *Louis De Alessi* muotoili sen jo lähes 30 vuotta sitten seuraavasti (De Alessi 1973, s. 841): ”If a given profile of share distribution is to reflect management control, then the activities of the firm must differ in some observable way from the activities that would have occurred under an alternative profile, say one reflecting shareholders’ control.”

¹⁰⁰ Esim. *Clifford Holderness* ja *Dennis Sheehan* toteavat tuoreessa katsauksessaan empiirisistä tutkimuksista, että ”[t]here is no evidence – – that block investors have a large negative effect on firm value. In short, the evidence – – strongly suggests that large-block shareholders in public corporations are constrained and that the primary constraint is not price protection” (Holderness – Sheehan 2000, s. 144).

¹⁰¹ Tämän vahvistavista tutkimuksista ks. Kaisanlahti 1995, s. 159–160. Vrt. Sillanpää 1991, s. 690, alav. 132: ”Onhan aivan luonnollista, että osakkeen hinta markkinoilla laskee jonkun osakkaan saavutettua määräysvallan yhtiössä.” Samoin Astola 1990, s. 168–169. Jonkin verran maltillisemmin KM 1989:36, s. 224: ”[Vähemmistöön jääneiden omistajien] osakkeiden arvo varsin monessa tapauksessa laskee valtaajan saatua määräävän aseman.”

töksentekoaan, että yhtiössä on enemmistöosakas, joten he voivat ottaa sen huomioon siinä hinnassa, jonka he ovat valmiita maksamaan osakkeesta.

Oletetaan, että sijoittajat suhtautuvat tähän enemmistötahoon epäillen, joten hänen olemassaolonsa alentaa osakkeen merkintähintaa tai sen pörssi-kurssia siitä mikä se muuten olisi. Listautumisen jälkeen myöhemmin, mahdollisesti usean vuoden tai vuosikymmenen kuluttua, samaiselle enemmistö-omistajalle tulee syystä tai toisesta tarkoituksenmukaiseksi julkisen ostotarjouksen tekeminen muiden omistamista osakkeista. Tällöinkään ei voi tosiasiallisesti olla sellaisia osakkaita, jotka eivät ole tietäneet hänen olemassaolostaan. Se olisi myös heijastanut pörssikurssiin ”alennuksena” asianomaisen osakkeen listaamisesta lähtien.

Ruotsin voimassa oleva laki kuitenkin epäisi mahdollisuuden lunastushinnan johtamiseen korvauksesta julkisessa ostotarjouksessa, vaikka valtaosaa kohteena olevia osakkeita edustavat sijoittajat olisivat hyväksyneet tarjouksen ja aikaansaaneet lunastusrajan ylittymisen. Lain soveltamisen kannalta on merkitykseltä, että kustakin tarjouksen kohteena olevasta osakkeesta aikoinaan maksetussa hinnassa on ollut alennus, suurempi tai pienempi, enemmistöosakkaan vuoksi. Kun julkisen ostotarjouksen mukainen hinta pohjautuu myös pörssikurssiin, jossa kuvastuu samaisen enemmistöosakkaan olemassaolo, ei ruotsalaista rajoitusta voida pitää taloudellisesti perusteltuna.¹⁰² Hankintahinnan ja lunastuskorvauksen välinen suhteellinen ero on vähemmistöosakkaan kannalta merkitsevä, eivät niiden absoluuttiset numeroarvot. Jos kummassakin on ”alennus” enemmistöosakkaan takia, ei se vaikuta lukujen suhteeseen.

Vähemmistö-sijoittajan lähtökohta arviolle siitä, onko tarjottu lunastusvaste riittävä, on hänen osakkeesta aikoinaan maksamansa hinta. Juuri tälle hinnalle hän laskee tuottoa. Arvopaperimarkkinoilla niin osakkeen hankinta kuin sen myyminen tapahtuu kulloisenkin pörssikurssin mukaiseen markkinahintaan, jolloin tuotto muodostuu osto- ja myyntihinnan erotuksena, osakkeen hankinnan ja luovutuksen välisenä aikana mahdollisesti kertyneillä osingoilla korotettuna. Koska sijoittaja maksaa markkinahinnan hankkiessaan osakkeen, hän vastaavasti siitä luopuessaan arvioi saamaansa tuottoa ostohintaan eli hankintahetkellä vallinneeseen markkinahintaan tai, jos osake on hankittu osakeannista, silloiseen merkintähintaan nähden.

¹⁰² Uudemmassa lainvalmistelussa on esitetty tästä rajoituksesta luopumista, ks. SOU 1997:22, s. 283. Esitys perustuu sikäläisen korkeimman oikeuden ratkaisuun NJA 1996 s. 293; tästä ns. Balken-tuomiosta ks. Blumberg 1997, s. 31–34, Hager 1998, s. 73–74, Jennegren 1996, s. 59–88, Kägerman 1996, s. 119–125 tai Svensson 1996, s. 28–41.

Norjan ja Tanskan osakeyhtiölaeissa ei ole samanlaista säännöstä julkisen ostotarjouksesta kuin Ruotsissa,¹⁰³ vaikka niiden sisältö vastaa perusrakenteeltaan Ruotsin – samoin kuin Suomen – osakeyhtiölain lunastussäännöstöä: lunastuskynnys on asetettu yhdeksään kymmenesosaan.¹⁰⁴ Norjalainen yhtiölainsäädäntö kuitenkin sisältää erityisen presumption lunastushinnasta: jollei vähemmistöosakas kirjallisesti ilmoita yhtiölle pitävänsä tarjottua vastiketta riittämättömänä, hänen katsotaan hyväksyneen osakkeensa lunastamisen tähän hintaan.¹⁰⁵ Ilmoitus on tehtävä määräajassa sen jälkeen kun lunastustarjous on julkistettu virallisessa lehdessä; laki edellyttää, että yhtiö asettaa tämän määräajan vähintään kahdeksi kuukaudeksi.¹⁰⁶ Tämän menettelyn osalta norjalainen säännöstö on samansuuntainen kuin edellä jaksossa 3.2 Suomen lain muuttamisesta tehty ehdotus, jossa myös asetettiin vähemmistöosakkaalle aktiivinen toimimisvelvollisuus oikeutensa pysyttämiseksi. Toisin kuin Norjan laissa, ehdotuksen soveltamisala on kuitenkin tiukasti rajattu: toimimisvelvollisuus voisi syntyä vain tilanteessa, jossa enemmistöä kohteena olleista vähemmistöosakkeista edustavat omistajat ovat hyväksyneet tarjouksen.

Norjalainen säännöstö – päinvastoin kuin muissa pohjoismaissa – ei enää sisällä nimenomaista mainintaa siitä, että lunastus on tehtävä käypään hintaan. Vähemmistöosakas voi kuitenkin sikäläisen sopimuslain 36 §:n nojalla nostaa yleisessä tuomioistuimessa kanteen, jos pitää lunastushintaa riittämättömänä, vaikei hän olisi reagoinut tarjoukseen edellä tarkoitettussa määräajassa. Kynnystä tuomioistuimen puoleen kääntymiselle on omiaan

¹⁰³ Norjan voimassa olevan lain valmistelussa sikäläinen elinkeinoelämän keskusjärjestö (*Næringslivets Hovedorganisasjon*) tosin ehdotti Ruotsin poikkeussäännöksen implementoimista; Norjan oikeusministeriö kuitenkin torjui ehdotuksen pitäen poikkeussäännöstä tarpeettomana, ks. Ot.prp. nr. 36 (1993–94), s. 189.

¹⁰⁴ *Norja*: Lov 13 juni 1997 nr 45 om allmenaksjeselskaper, 4–25 §; *Tanska*: Aktieselskabsloven af 1973, 20b–20d §.

¹⁰⁵ Lov om allmenaksjeselskaper 4–25 § 3 mom. kolmas virke: ”Dersom slik innsigelse ikke kommer frem til selskapet innen utløpet av fristen, anses aksjeeieren for å ha akseptert tilbudet.” Lain perustelujen mukaan säännös on tarkoitettu ensisijaisesti keventämään tuomioistuinten taakkaa lunastusasioiden käsittelyssä; Ot.prp. nr. 23 (1996–97): ”Departementet mener at det i praksis har vist seg å være et sterkt behov for å kunne gjennomføre en overtakelse av aksjene på en enklere måte enn etter gjeldende lov. Dette gjelder ikke bare for selskapene, men har også betydning for domstolenes arbeidssituasjon. I praksis har man eksempler på at flere hundre aksjeeiere ikke har svart på selskapets tilbud, slik at retten må forholde seg til en nesten uhåndterlig mengde saksøkte, mange med ukjent adresse. Etter departementets syn er det all grunn til å tro at disse aksjeeierne som regel ikke har innvendinger mot tilbudet om løsningssum. Det fremstår da som en unødvendig bruk av ressurser likevel å skulle gjennomtvinge en skjønnsforretning.”

¹⁰⁶ Norjan laissa asetetuista edellytyksistä lunastusvaatimuksen esittämiselle ks. myös *Matre* 2000, s. 9–10 sekä *Steinsvik* 2001.

alentamaan lisäksi se, että yhtiö vastaa tällaisen kanteen kustannuksista.¹⁰⁷ Kuten jaksossa 3.2 jo todettiin, myös Suomen OYL 16:5.3 §:n perustavana pääsääntönä on, ettei vähemmistöosakas korvaa vastapuolen kuluja eikä muita lunastusmenettelyn kustannuksia välimiestuomioistuimessa, vaikka hän olisi hävinnyt riidan osakkeen käyvältä hinnasta.

Tanskan oikeuskäytäntö korostaa markkinahinnan merkitystä. Ennakkotapauksen luonteen saaneessa tuomiossa H 84/1983 sikäläinen meri- ja kauppa-oikeus vahvisti enemmistöomistajan oikeuden lunastaa vähemmistöosakkeet lunastusvaatimuksen esittämistä edeltänyttä pörssikurssitasoa vastanneeseen hintaan.¹⁰⁸ Markkinahinnasta voidaan kuitenkin poiketa, jos enemmistöosakkaan toimien näytetään vaikuttaneen olennaisesti kurssitasoon.^{108a}

Norjassa kuuluu markkina-arvolle ilmeisesti vähäisempi asema kuin muualla Pohjoismaissa. *Mads Krohn* lausuu laajan selvityksensä johtopäätöksenä, että ”[o]bservert markedsverdi er ikke den avgørende målestokk etter norsk rett.”¹⁰⁹ Vaikka pörssikurssi on myös norjalaisen lunastuskäytännön lähtökohta osakkeen arvottamiselle,¹¹⁰ siitä poikkeaminen ei edellytä kovin vahvoja perusteita tilanteessa, jossa asianomaisen yhtiön määräysvalta on keskittynyt enemmistötahon käsiin.^{110a}

4.2 Englanti

Ilmeisenä esikuvana Ruotsin lunastussäännökselle on ollut Englannin osakeyhtiölaki; tämä todetaan myös lainvalmistelussa.¹¹¹ Yhdenmukaisuus ei kuitenkaan ole kattava. Jos englantilaista yhtiötä koskevaan julkiseen ostarjoukseen saadut hyväksyvät vastaukset koskevat vähintään yhdeksää

¹⁰⁷ Lov om allmenaksjeselskaper 4–25 § 4 mom. ensimmäinen ja toinen virke: ”Selv om en aksjeeier anses bundet – –, kan skjønnsretten etter påstand fra aksjeeieren sette avtalen til side etter reglene i avtaleloven § 36. Selskapet skal bære utgiftene ved saken.” Esitöissä (Ot.prp. nr. 23 (1996–97)) painotetaan, että säännöksen nojalla tuomioistuin voi puuttua myös kohtuuttoman (*urimelig*) alhaiseen lunastustarjoukseen: ”Inneberer morselskapets tilbud at vederlaget blir satt urimelig lavt, har aksjeeieren med andre ord adgang til å reise sak om at avtalen skal settes til side.”

¹⁰⁸ Ugeskrift for Retsvæsen (UfR) 1985, s. 875–877. Tapauksen merkitystä korostavat mm. Friis Jensen 2000, s. 209, Andersen 1997, s. 550 ja Werlauff 1997, s. 843. Ks. myös UfR 1977, s. 61, jossa vahvistettiin sulautumista vastustaneelle osakkaalle pörssikurssitason mukainen lunastus eikä osakkeen laskennallista substanssiarvoa.

^{108a} Ks. UfR 1985, s. 110.

¹⁰⁹ Krohn 2000, s. 46, ks. myös s. 74.

¹¹⁰ Ks. Bråthenin 1999, s. 20–21 ja 2000, s. 119–120 selostuksia tuomioista RG 1999 s. 9 (Borgarting) ja RG 2000 s. 533 (Oslo). Ks. myös RG 2001 s. 258 (Oslo), erityisesti s. 278.

^{110a} Tuore esimerkki on 20.3.2002 (Oslo Tingsrett) annettu tuomio Aker RGI -tapauksesta (ei lainvoimainen).

¹¹¹ Esim. SOU 1997:22, s. 283.

kymmenesosaa asianomaisista osakkeista, voi tarjouksen tekijä ilmoittaa sikäläisen yhtiölain (Companies Act 1985, Sc. 429) nojalla loppujen osakkeiden omistajille vaativansa niiden lunastamista samaan hintaan kuin tarjouksessa.¹¹²

Päinvastoin kuin Ruotsissa, säännöksen soveltamista ei kuitenkaan ole rajoitettu tilanteisiin, joissa tarjouksen tekijällä on ennen ostotarjoustaan vähemmän kuin puolet kohdeyhtiön kaikista osakkeista. Englannin yhtiölaki välttää näin tekemästä edellä kyseenalaistettua presumptiota siitä, että yksittäisen osakastahon määräysvalta yhtiössä ennen tarjousta olisi omiaan vaikuttamaan alentavasti osakkeen pörssikurssiin ja siitä mahdollisesti johdettavaan tarjoushintaan.

Toisaalta brittiläisen lunastussäännöksen tarkoittama 90 %:n raja on sangen vaikeasti saavutettava. Toisin kuin Ruotsissa ja Suomessa, Englannin yhtiölaki edellyttää, että rajan ylittyminen lasketaan ”lopuista” osakkeista, jotka ovat muiden kuin tarjouksen tekijän ja hänen kanssaan yhteistoiminnassaan olevien tahojen omistuksessa ennen tarjouksen tekemistä.¹¹³ Raja on siis suhteellinen eikä absoluuttinen kuten täällä, jossa se määritetään kaikista yhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista erottelematta tarjouksen tekijän ja sen etutahojen osakkeita muiden omistamista.¹¹⁴

Esimerkiksi tilanteessa, jossa englantilaisen kohdeyhtiön koko osakkeiden muodostavasta 100 osakkeesta on määräysvaltaosakkaalla 89 ennen tarjouksen tekemistä, olisi hänen saatava hyväksyvä vastaus tarjoukseensa 10 muun osakkeen osalta, jotta hänelle syntyisi oikeus lunastaa viimeinenkin osake itselleen. Kynnys on näin korkeampi kuin Suomessa: meillä lunastusoikeuden realisoitumiseen riittäisi ”vain” kahden lisäosakkeen hankkiminen. Taloudellisessa mielessä tämä on omiaan nostamaan ostotarjouksessa käytettävää hintaa tarjouksen kiinnostavuuden varmistamiseksi. Toisaalta korkeampi hinta tarkoittaa, että tarjouksen tekeminen ei ole yhtä kannattavaa kuin muuten, mikä puolestaan vähentää tarjouksia.

¹¹² Tämä säännös sisältyi jo vuoden 1929 lakiin (Sc. 155). Tuolloin lunastusoikeutta perusteltiin tarpeella eliminoida mahdollisuus vähemmistön opportunistiin (Report of Company Law Amendment Committee 1925–26, s. 43, kohta 84): ”— holders of a small number of shares of the company which is being taken over (either from a desire to extract better terms than their fellow shareholders are content to accept or from lack of real interest in the matter) frequently fail to come into an arrangement which commends itself to the vast majority of their fellow shareholders, with the result that the transaction fails to materialise.”

¹¹³ Lähemmin ks. Morgan 1988, s. 490 ja Wooldridge 1987, s. 301–303. Tämän ehdon kiertämiseen yritysjärjestelyin on suhtauduttu kielteisesti englantilaisessa oikeuskäytännössä. Tunnetuin tapaus on *Bugle Press Ltd* -tuomio vuodelta 1961, ks. Shepherd 2000, s. 309–311.

¹¹⁴ Vrt. Sillanpää 1991, s. 687.

Englannin yhtiölaki edellyttää lisäksi, että 9/10-rajan ylittymiseen johdaneet osakkeet on hankittu julkisella ostotarjouksella, jossa kohteena ovat olleet loput muiden omistamat osakkeet ja jonka ehdot ovat olleet yhtäläiset kaikille sijoittajille. Näistä osakkeista tulee siten tarjota yhtä suuri vastike. Jos tarjouksen tekijä ostaa tarjousmenettelyn aikana joiltakin sijoittajilta heidän osakkeensa muita parempaan hintaan eli korkeammalla vastikkeella kuin tarjouksessa, ei niitä pidetä tarjouksella hankittuina, mikä osaltaan edelleen vaikeuttaa 9/10-rajan saavuttamista.¹¹⁵

Toisaalta brittiläisen yhtiön vähemmistöosakkaalla on itsenäinen oikeus vaatia lunastusta samaan tapaan kuin Suomessa ja Skandinaviassa. Hän voi lunastuttaa osakkeensa, jos julkisen ostotarjouksen päättyessä sen tekijällä on vähintään yhdeksän kymmenesosaa asianomaisista osakkeista, vaikka tarjous ei perustaisi tekijälleen oikeutta lunastaa loppuja osakkeita sen takia, että tarjouksen hyväksyneiden määrä jää vajaaksi 9/10-sääntöön nähden. Niin ikään piensijoittajalla on tämä oikeus, jos 9/10-raja on ylitetty pörssikaupoin tai yksityisin kaupoin pörssin ulkopuolella.¹¹⁶ Vähemmistönhän näkökulmasta ei voine olla merkitystä sillä tavalla, jolla enemmistötaho hankki yhdeksän kymmenesosan omistuksensa.¹¹⁷

Täytyessään suhteellinen 9/10-ehto muodostaa vahvan presumption ostotarjouksen mukaisen vastikkeen soveltuvuudesta käyväksi hinnaksi myös loppujen osakkeiden lunastuksessa. Tämän vuoksi brittiläiset tuomioistuimet hyväksyvät vain erittäin poikkeuksellisesti kanteita, joissa on riitautettu 9/10-sääntöön perustuva lunastushinta.¹¹⁸ Vähemmistöosakkaalle kuuluu kantajana todistustaakka siitä, että tällainen vastike on ollut liian pieni ja siten kohtuuton. Koska yhdeksää osaketta kymmenestä edustaneet omistajat ovat olleet valmiita hyväksymään tarjotun vastikkeen, näyttökynnys kohtuuttomuudesta on sangen korkealla.¹¹⁹

Edellä sanottu koskee tilanteita, joissa ostotarjous on hyväksytty 9/10-säännön mukaisesti. Säännös on kuitenkin arvelluttava, jos merkityksellisenä seikkana pidetään osakeyhtiön perusluonnetta pääomayhteisönä, jossa vai-

¹¹⁵ Farrar 1998, s. 607.

¹¹⁶ Ks. esim. Morgan 1988, s. 491 ja Wooldridge 1987, s. 303.

¹¹⁷ Gower 1992, s. 735: ”— what concerns the shareholder is whether he wants to remain a minority shareholder in a company of which the offeror holds 90 per cent., however that may have been acquired.”

¹¹⁸ Oikeustapauksista esim. McCormick 1997, s. 64–65, jonka mukaan poikkeusperusteena on pidetty sitä, ettei kohteena olleilla sijoittajilta ollut riittävää informaatiota tarjousta koskevista taloudellisista seikoista.

¹¹⁹ Gower 1992, s. 737, alav. 18: “The courts — seemed to regard it as scarcely believable that there could be anything wrong with a bid accepted by 90 per cent.”

kutusvalta päätöksenteossa johdetaan lähtökohtaisesti asianomaisen tahon yhteisön käyttöön asettaman pääomapanoksen suuruudesta. Tälle lähtökohdalle vastakkaisesti englantilainen 9/10-sääntö antaa lähes absoluuttisen veto-oikeuden ”vähemmistön vähemmistölle”. Vaikka julkisen ostotarjouksen tekijän ja hänen kanssaan yhteistoiminnassa olevien omistamia osakkeita ei oteta huomioon, niin muista osakkeista vain kymmenesosaa edustava taho voi periaatteessa estää tarjoajaa saavuttamasta tavoitettaan eli oikeutta loppujen osakkeiden lunastamiseen. Tämä ei välttämättä ole muiden vähemmistöosakkaidenkaan edun mukaista. Ostotarjouksessa on tavanomaisesti ehto, jonka mukaan tarjouksen tekijä edellyttää 9/10-rajan ylittymistä. Jollei näin käy, tarjous raukeaa. Tällöin tarjouksen hyväksyneetkin pienomistajat eivät voi saada osakkeistaan vastiketta, jos ”vähemmistön vähemmistö” pitää tarjousta riittämättömänä.

Tarjouksen tekijä ei myöskään välttämättä ole valmis ostamaan tarjouksen päätyttyä osakkeita erikseen niiltä, jotka olisivat hyväksyneet tarjouksen, sillä hänen kannaltaan ei juuri ole merkitystä sillä, kuinka suuri vähemmistö yhtiössä on, jos hänen tavoitteenaan oleva yksinomaisen omistus ei voi toteutua. Kuten edellä jo todettiin, Englannissa ei ole mahdollista saada lunastusoikeutta muuten kuin julkisen ostotarjouksen kautta; jos enemmistöosakas ylittää 9/10-rajan ilman ostotarjousta, esimerkiksi pörssi-kaupoin, ei hän voi vaatia loppujen osakkeiden lunastamista.

Englannin 9/10-ehdosta on huomionarvoista vielä se, että – toisin kuin pohjoismaisessa säädännössä – lunastusoikeuden olemassaoloa tarkastellaan osakelajeittain. Ostotarjouksen ei siten edellytetä koskevan kaikkia kohdeyhtiön osakkeita, vaan se voidaan kohdentaa koskemaan vain yhtä tai muutamaa osakelajia.¹²⁰ Tällaisen rajoituksen olemassaolo varmentaa, ettei ostotarjouksen hyväksymistä saavuteta suosimalla tiettyyn lajiin kuuluvien osakkeiden omistajia toisten kustannuksella. Periaatteessahan tarjous voitaisiin muotoilla muita edullisemmaksi tietyn lajin osakkeille, jotta sen hyväksyminen olisi erityisen houkuttelevaa näiden osakkeiden omistajille. Mutta koska 9/10-säännön on täyttyvä kussakin osakelajissa, ei muiden lajien osakkeita voida lunastaa, vaikka tietyn lajisten osakkeiden osalta tarjouksen on hyväksynyt niin suuri enemmistö, että hyväksymiset kattaisivat vähintään 9/10 myös laskettuna kaikista tarjouksen kohteena olevista osakkeista.

¹²⁰ Osakelajia koskevista määrittelyongelmista englantilaisessa yhtiöoikeudessa ks. Ferran 1999, s. 332.

4.3 Saksa ja Sveitsi

Saksalaiseen osakeyhtiölakiin sisältyy pohjoismaista vastaava perussäännös vähemmistöosakkeiden lunastamisesta.¹²¹ Lunastusraja on kuitenkin asetettu korkeammalle, 95 %:iin koko osakekannasta laskettuna. Toisin kuin Suomessa ja Skandinaviassa, Saksan säännös ei myöskään edellytä rajan ylittymistä osakkeiden tuottamien äänien osalta; riittävää on, että vähemmistön osuus osakekannasta on laskenut alle 5 %:n. Heidän ääniosuutensa on säännöksen kannalta merkityksetön seikka. Lisäksi on huomionarvoista, että oikeus vaatia lunastusta kuuluu yksinomaan enemmistöosakkaalle. Säännöksen tarkoittamassa omistustilanteessa piensijoittajalla ei ole itseenäistä oikeutta vaatia enemmistöosakkaalta osakkeiden lunastamista.

Saksan lain mukaan lunastuksesta päätetään kohdeyhtiön yhtiökokouksessa. Enemmistöosakas voi osallistua päätöksentekoon, joten hänellä on oikeus äänestää lunastusesityksensä puolesta. Tässä suhteessa säännös eroaa edellä 3.2 luvussa hahmotellusta *de lege ferenda* -suosituksesta, jossa päätösvalta lunastuksen hyväksyttävyydestä annettaisiin muiden sijoittajien kuin määräysvaltaosakkaan käsiin.

Saksan osakeyhtiölaki pyrkii turvamaan lunastushinnan kohtuullisuuden edellyttämällä tilintarkastajan lausuntoa asiasta.¹²² Toisaalta tilintarkastajan nimeää tosiasiallisesti enemmistöosakas, joten hänen riippumattomuutensa voidaan tältä osin kyseenalaistaa. Vähemmistösijoittajalla on kuitenkin oikeus myös riitauttaa yhtiökokouksen päätös lunastuksesta osakkeista tarjotun hinnan osalta.¹²³

Saksalaisessa oikeuskäytännössä on perinteisesti suhtauduttu kielteisesti ajatukseen lunastushinnan perustamisesta pörssikurssiin.¹²⁴ Nytemmin kanta on kääntynyt täysin päinvastaiseksi: kohtuullisuus johdetaan uusimmissa oikeustapauksissa nimenomaan markkinahinnasta.¹²⁵ Kannanmuutos lienee merkityksellinen tilanteissa, joissa lunastusraja ylittyy vähintään pörssikurssin mukaiseen hintaan tehdyllä julkisella ostotarjouksella.

¹²¹ Saksalaisen osakeyhtiölain (Aktiengesetz 1965) 327a(1) §:n mukaan ”[d]ie Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft – – kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen.“

¹²² Aktiengesetz 327c(1) § 2 kohta, toinen virke.

¹²³ Aktiengesetz 327f(1) § toinen virke.

¹²⁴ Ks. Markus Krogin tuoreessa väitöskirjassaan esittämä yhteenvedo (Krog 2000).

¹²⁵ Bungert 2000, s. 1845–1849 ja Grossfeld 2000, s. 208–211.

Tämä kehitys lähentää saksalaista oikeustilaa myös sveitsiläiseen säädäntöön. Sveitsin pörssilaki¹²⁶ nostaa rajan enemmistöosakkaan lunastusoikeudelle vieläkin korkeammalle kuin Saksassa, peräti 98 prosenttiin. Lain nimenomaisen säännöksen nojalla enemmistöosakas, jonka osuus kohdeyhtiössä nousee julkisen ostotarjouksen myötä yli edellä mainitun omistusrajan, voi lunastaa loputkin osakkeet samasta hinnasta kuin tarjouksessa. Koska hinnalta edellytetään edullisuutta kohteena olevien sijoittajien kannalta, sen tulee olla ainakin ennen tarjousta vallinnutta pörssikurssia korkeampi.¹²⁷

Enemmistöosakkaan lunastusoikeus Sveitsissä edellyttää julkisen ostotarjouksen tekemistä;¹²⁸ rajan ylittäminen pörssissä tai yksityisin kaupun pörssin ulkopuolella ei perusta tällaista oikeutta. Sveitsiläinen oikeusjärjestys – toisin kuin Englannissa ja Ruotsissa – ei kuitenkaan aseta vaatimuksia ostotarjouksen menestymiselle. Riittävää on, että lunastusraja ylitetään tarjouksen avulla. Siten tarjouksen hyväksyminen yhdenkin osakkeen osalta voi teoriassa laukaista lunastusoikeuden, jos tuo osake johtaa yli 98 prosentin osuuteen.

Toisaalta saksalaisen ja sveitsiläisen lunastusrajan korkeus on omiaan kärjistämään vähemmistön pidättäytymisongelmaa. Etenkin Sveitsissä, jossa jo hieman yli kahden prosentin omistuksella voi saada absoluuttisen veto-oikeuden, ei enemmistötaholla liene tosiasiallista mahdollisuutta lunastaa muita osakkaita muutoin kuin heidän hyväksymällä hinnalla; vaikka yhtiön vähemmistöomistajista yhdelläkään ei olisi tällaista veto-oikeutta, jo muutaman osakkaan yhteistoiminnalla, jossa sovittaisiin osapuolten myyvän osakkeensa ainoastaan yhdessä, kahden prosentin raja voitaisiin saavuttaa, jolloin enemmistöosakas ei pystyisi vastoin yhteystoimintasopimusta lunastamaan heidän osakkeitaan.

4.4 Yhdysvallat

Yhdysvalloissa ensisijaisen pohjan enemmistöomistajan lunastusoikeudelle muodostaa osavaltiokohtainen yhtiölainsäädäntö. Toisaalta määräys lunastusoikeudesta voi sisältyä myös yhtiöjärjestykseen. Sikäläinen liittovaltiösäädäntö ei määrittele lunastusoikeuden syntymistä edes pörssiyhtiöissä tai muissa sellaisissa yhtiöissä, joiden omistajakunta jakautuu useampaan osavaltioon; liittovaltiotason lainsäädäntö on kuitenkin merkityksellinen muun muassa arvioitaessa, onko lunastaja täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa.

¹²⁶ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (24.3.1995).

¹²⁷ Köpfl 1998.

¹²⁸ Forum Europaeum Konzernrecht 2000, s. 73.

Ennen vuoden 1962 malliyhtiölainsäädäntöä (*Model Business Corporate Act*) useimmassa osavaltiossa lunastusoikeuden syntyminen yleensä edellytti kahden kolmasosan omistusoikeuden saavuttamista. Mallilain myötä useat osavaltiot ovat väljentäneet säännöstöjään ja laskeneet lunastusrajan 50 %:iin. Näin on menetelty muun muassa Delawaressa, joka on kotipaikka valtaosalle amerikkalaisista pörssiyrityksistä.¹²⁹

Yhdysvaltalainen lunastusmenettely liittyy fuusioon. Edellä todetut rajat tarkoittavat siten yhtiökokouksessa tarvittavaa kannatusta sulautumiselle. Päätös voidaan tehdä yksinkertaisella enemmistöllä kokouksessa annetuista äänistä. Sikäläinen mallilaki kuitenkin edellyttää, että sulautumisesta päättävässä yhtiökokouksessa on edustettuna vähintään puolet yhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista. Ääritapauksessa, jos kokouksessa on juuri puolet osakkeista läsnä, fuusiopäätöksen hyväksymiseen riittää, että sitä kannattavilla osakkailla on koko osakekannan tuottamista äänistä hieman enemmän kuin yksi neljäsosa.¹³⁰

Julkisella ostotarjouksella tai muutoin enemmistön kohdeyhtiössä saavuttanut osakastaho voi Yhdysvalloissa hyödyntää lunastusoikeuttaan vain välillisesti, sulautumismenettelyn kautta. Menestyksellistä ostotarjousta seuraava fuusio saatetaan tehdä käänteisesti, jolloin tarjouksen kohteena ollut pörssinoteerattu emoyhtiö (A) sulautuu kokonaan omistamaansa tytäryhtiönsä (B) siten, että A:n enemmistöosakas saa B:n osakkeet samalla kuin A:n vähemmistöosakkailla on oikeus vain käteisvastikkeeseen. Näin enemmistöosakas eliminoi ne pörssiyritykset A:n osakkaat, jotka eivät ole hyväksyneet ostotarjousta.¹³¹ Tavanomaisesti tämä tavoite julkistetaan jo A:n osakkeista tehdyn ostotarjouksen yhteydessä. Samassa tarkoituksessa voidaan vaihtoehtoisesti hyödyntää ”kuoriyhtiömenettelyä”. Tällöin ostotarjouksen kohdeyhtiön osakkeista tehnyt taho perustaa uuden yhtiön, jonka kaikki osakkeet hän itse omistaa. Seuraavaksi enemmistötaho päättää määräysvaltansa turvin kohdeyhtiön sulautumisesta kuoriyhtiöön ehdoin, joiden mukaan kaikille muille kohdeyhtiön osakkaille kuin hänelle tarjotaan vastikkeeksi käteistä; hän luovuttaa itse itselleen kuoriyhtiön osakkeet

¹²⁹ Gomez 2001, s. 1, alav. 1. Useimmat osavaltiot, mm. New York, Ohio ja Massachusetts, kuitenkin yhä edellyttävät määräenemmistöä, Clarkson *et al.* 2001, s. 680. Niin ikään useat suuryritykset ovat nostaneet rajaa yhtiöjärjestysmääräyksiin; vuonna 1995 suurimmasta 15.000 yhtiöstä näin oli menetelty 18 %, *ibid.*

¹³⁰ Hamilton 2000, s. 633.

¹³¹ Tällaisesta sulautumisesta käytetään yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa kuvaavia nimityksiä ”cash out merger”, ”freeze out merger” ja ”squeeze out merger”, Hamilton 2000, s. 622.

vastikkeeksi omista osakkeistaan kohdeyhtiössä.¹³²

Delawaren ja useiden muiden osavaltioiden yhtiölainsäädäntö toisaalta sallii nopeutetun menettelyn tytäryhtiöfuusiolla tilanteessa, jossa emoyhtiö omistaa yli 90 % kustakin tytäryhtiön liikkeeseen laskemasta osakelajista.¹³³ Tällöin päätöksen fuusiosta ja siihen liittyvästä tytäryhtiön vähemmistöosakkeiden lunastamisesta voi tehdä emoyhtiön hallitus; niin ikään tytäryhtiössä fuusiosta päättää hallitus.¹³⁴ Tytäryhtiöfuusiossa saatetaan myös menetellä siten, että tytäryhtiön vähemmistöomistajille tarjotaan vain käteistä vastike, jolloin he eivät fuusion kautta voi päästä emoyhtiön osakkaiksi.

Yhdysvaltalainen oikeusjärjestys edustaa toista ääripäätä verrattuna edellä kuvattuihin Saksan ja Sveitsin säännöstöihin, joissa enemmistöosakkaan lunastusoikeuden edellytykseksi on asetettu 95 ja 98 %:n omistusosuus yhtiössä. Koska alimmillaan 25 %:n omistuksella voi Yhdysvalloissa saada aikaan lunastustilanteen, on selvää, että sikäläisessä yhtiökäytännössä on olemassa tarve muille välineille lunastustilanteiden kohtuullisuuden varmentamiseksi.

Vaikka sulautumismenettely antaa enemmistötaholle mahdollisuuden vähemmistöomistajien eliminoimiseen, lainsäädäntö tietyissä osavaltioissa kuitenkin edellyttää, että fuusioon on ryhdytty liiketoiminnallisesti perusteltavissa olevasta syystä eikä ainoastaan omistuksen keskittämiseksi. Delawaresta tätä ei kuitenkaan enää vaadita.¹³⁵ Toisaalta fuusion tulee olla kohtuullinen kaikille osapuolille. Tämä vaatimus koskee tavanomaisesti sekä menettelyä ("fair dealing") että tarjottua vastiketta ("fair price").¹³⁶ Delawaren uusimmassa oikeuskäytännössä kuitenkin katsotaan, että menettelyn kohtuullisuutta ei voida menestyksellisesti riitauttaa, jos fuusiotilannetta on edeltänyt julkinen ostotarjous, jonka tehneen tahon omistukseen päättyy yli 90 % kohdeyhtiön osakkeista. Tällöin fuusio on mahdollista toteuttaa nopeutetusti, vain yhtiön hallitusten päätöksin, eikä fuusiota vastustava osakas kohdeyhtiössä voi saattaa tuomioistuimen arvioitavaksi muuta kysymystä kuin tarjotun fuusiovastikkeen kohtuullisuuden.¹³⁷

¹³² Mann – Roberts 1999, s. 746–747.

¹³³ Delaware General Corporation Law, Section 253.

¹³⁴ Hamilton 2000, s. 623: "The major practical justification for the short form merger statute is that it effectuates a saving of the cost of proxy solicitations and meetings where the parent corporation is publicly held."

¹³⁵ Tämä kanta muodostettiin sikäläisessä ennakkotapauksessa vuodelta 1983, ns. Weinberger-tapaus (ks. Gilson – Black 1995, s. 1287 ja Wertheimer 1998, s. 616–617).

¹³⁶ Joissakin osavaltioissa on rajoitettu vaatimaan kohtuullisuutta vain fuusiojärjestelyltä sinänsä ("fair transaction"), Mann – Roberts 1999, s. 747.

¹³⁷ Radin 2001, s. 1 ja 9.

Niillä osakkailta, jotka eivät ole tyytyväisiä sulautumisessa tarjottuun käteisvastikkeeseen, on joissakin osavaltioissa lisäksi oikeus kääntyä tuomioistuimen puoleen ja vaatia sitä määrittelemään käypä lunastushinta.¹³⁸ Esimerkiksi Delawaren nykyinen oikeuskäytäntö sallii nojautumisen periaatteessa mihin tahansa yleiseen arvonmääritysmalliin.¹³⁹ Lainsäädännössä on tavanomaisesti asetettu tavoitteeksi lunastushinnan määrääminen ennen sulautumista vallinneen osakkeen arvon mukaisesti.¹⁴⁰ Toisaalta eräät osavaltiot poissulkevat kannemahdollisuuden sellaisten osakkeiden osalta, jotka ovat olleet julkisen kaupankäynnin kohteena.¹⁴¹ Tämä ”market exception”-sääntö kuvaa ajatusta siitä, että oikeussuojan tarve on vain sellaisilla vähemmistöomistajilla, jotka eivät ole voineet turvautua markkinoihin omistuksensa realisoinniseksi.¹⁴² Näin on myös Delawaressa; sikäläinen säädäntö kuitenkin rajaa tämän säännön soveltamisalaa merkittävästi, sillä se tulee sovellettavaksi vain tapauksiin, joissa vastikkeeksi sulautuvan yhtiön omistajille ei tarjota osakkeita vastaanottavassa tai muussa pörssiyhtiössä.¹⁴³

Tuomioistuimen toimesta tehtävää arvonmääritystä on yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa arvosteltu hankalaksi ja vähemmistöosakkaalle kalliiksi menettelyksi. Sen tarjoama suoja on kyseenalaistettu verrattuna eurooppalaiseen sääntelyyn, jossa käteisvastikkeella toteutettavassa lunastuksessa enemmistötaholta edellytetty omistusosuus on asetettu 90 %:iin tai jopa sitä korkeammalle.¹⁴⁴

¹³⁸ Tavanomaisesti osavaltiosäädäntö on asettanut arvonmäärityksen yksinomaiseksi suoja-keinoksi. Sille vaihtoehtoisesti piensijoittaja ei voi vaatia vahingonkorvausta tai sulautumispäätöksen kumoamista, ellei hän osoita enemmistöomistajan menettelleen petollisesti (*fraudent*), Hamilton 2000, s. 629. Näin on myös Delawaressa, Wertheimer 1998, s. 617.

¹³⁹ Aikaisempi oikeuskäytäntö hyödynsi ns. Delaware block” -laskentamallia, jossa huomioitiin osakkeen laskennallinen substanssi ja tuottoarvo samoin kuin markkinahinta ennen julkisen ostotarjouksen tekemistä. Kunkin mainitun komponentin painoarvo oli yhtä suuri, joten lunastushinnaksi määrättiin niiden keskiarvo. Ks. esim. Allred 1986, s. 204–210, Fischel 1983, s. 890–893 tai Clardy 1995, s. 290–298. Edellä mainitussa Weinberger-ennakkotapauksessa tuomioistuimia kuitenkin kehoitettiin omaksumaan ”[a] more liberal approach [that] must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible to the court” (Wertheimer 1998, s. 617).

¹⁴⁰ Letsou 1998, s. 1152.

¹⁴¹ Tällaisia osavaltioita on 24; tieto on vuodelta 1995, Siegel 1995, s. 96 ja 125.

¹⁴² Oikeuskirjallisuudessa on esitetty kritiikkiä, koska tämä poikkeus ei suojaa vähemmistöomistajaa kohtuuttomilta ostotarjouksilta, esim. Hamilton 2000, s. 631.

¹⁴³ Delaware General Corporation Law 262(2)(b) § (esim. Balotti – Finkelstein 2001, s. 246).

¹⁴⁴ Hamilton 2000, s. 630. Vastaavasti Gilson – Black 1995, s. 1266–1267. Nämä ongelmat ovat rasittaneet menettelyä jo aiemmin, ks. Carney 1980, s. 118.

Toisaalta huomionarvoista yhdysvaltalaisessa lunastuskäytännössä on, ettei siinä ole kategorisesti poissuljettu mahdollisuutta fuusiosta seuraavien synergiaetujen jakamiseen myös rahallisen korvauksen osakkeistaan saavalle vähemmistölle. Siten lunastushinta voidaan asettaa ainakin periaatteessa ennen fuusio- ja lunastustilanteen syntymistä edeltänyttä pörssikurssia samoin kuin ostotarjoushintaa korkeammalle tasolle.¹⁴⁵

5 YHTEENVETO

Osakeyhtiölain 14:19 §:n lunastussäännöksen kehittämiseksi on asetettu tässä kirjoituksessa lähtökohdaksi yhtäältä tehokkuus taloudellisessa mielessä ja toisaalta veto-oikeuden pysyttäminen mahdollisimman pitkälle ostotarjouksen kohteena olevien sijoittajien käsissä. Näistä päädytään siihen, että ostotarjouksen mukaista vastiketta tulisi pitää käypänä hintana vain, jos tarjouksen hyväksyneet sijoittajat edustavat yksinkertaista enemmistöä kohteena olleista osakkeista; muussa tapauksessa tarjottua vastiketta ei voitaisi määrittää välittömästi, ilman välimiesoikeuden harkintaa käyväksi hinnaksi.

Määräysvaltaosakkaan jo omistamat osakkeet olisi poissuljettu tämän päätöksenteon ulkopuolelle, joten tarjous ei voisi olla pakottava yksittäisen vähemmistöosakkaan näkökulmasta. Harkitessaan ostotarjouksen hyväksymistä tai hylkäämistä omalta osaltaan kukin sijoittaja luonnollisesti kiinnittää huomiota vallitsevaan pörssikurssitasoon, mutta mikään ei estä häntä hylkäämästä tarjousta, jos hän pitää kurssin ylittävää preemiota riittämättömänä. Jos näin menettelee tarjouksen kohteena olevista osakkeista valtaosaa edustavat sijoittajat, jolloin tarjous ei siis saa hyväksymistä yksinkertaiselta enemmistöltä, siirtyy kysymys käyvästä hinnasta välimiesoikeuden arvioitavaksi, jos lunastusraja on kuitenkin tarjouksella tai myöhemmin muuten ylittynyt.

Toisaalta yksittäisellä osakkaalla tulisi aina olla itsenäinen mahdollisuus oikeusprosessin vireillepanoon, jolloin ainakin välimiesoikeus arvioisi, tuleeko hänen tyytyä siihen vastikkeeseen, jonka ovat hyväksyneet enem-

¹⁴⁵ Weinberger-tapauksessa tuomioistuin lausui, että ” -- elements of future value, including the nature of enterprise, which are known or susceptible as proof as of the date of the merger and not the product of speculation, may be considered” (Gilson – Black 1995, s. 1288). Myös Coates 1999, s. 1349–1352 puolustaa synergiaedun jakamista myös piensijoittajien käteislunastuksessa. Vrt. kuitenkin Siegel 1995, s. 139–140, jossa arvostellaan tällaista kantaa: ”Minority shareholders should not be able to ‘have it both ways’: to exit the corporation through appraisal and at the same time to share in future expected gains.”

mistöä tarjouksen kohteena olevista osakkeista edustavat omistajat. Tämä mahdollisuus täyttäisi perustuslain vaatimuksen omaisuudensuojasta.

Julkisen ostotarjouksen kohteena olevat osakkaat muodostavat vähemmistön määräysvaltaosakkaaseen nähden, joten he ovat keskenään samassa asemassa. Heidän mahdollisuutensa saada osakkuudesta tuottoa ovat yhtäläiset; käytännössä se rajoittuu odotukseen pörssiturssin noususta ja mahdollisista osingoista. Koska he ovat ryhmänä homogeeninen, ei ole todennäköistä, että heidän kantansa ostotarjouksen hyväksymisen tai hylkäämisen suhteen saattaisivat voimakkuudeltaan olennaisesti poiketa toisistaan. Näin ollen ei ole perusteltua edellyttää muuta kuin yksinkertaista enemmistöä hyväksymiseltä. Määräenemmistövaatimus toisaalta lisäisi riskiä vähemmistöosakkaiden keskinäisestä opportunistista, jolloin yksittäinen sijoittaja voisi oman myönteisen kantansa hintana vaatia lisäkorvausta muilta vähemmistöasemassa olevilta sijoittajilta. Riski opportunistista olisi sitä suurempi, mitä korkeampaa enemmistöä edellytettäisiin.

LÄHDELUETTELO

- ALLRED, William S. (1986). Chipping Away at the Delaware Block: A Critique of the Delaware Block Approach to the Valuation of Dissenters' Shares in Appraisal. *Western New England Law Review*, s. 191–227.
- ANDERSEN, Paul Krüger (1997). *Studier i dansk koncernret*. Denmark.
- ARROW, Kenneth J. (1998). The External Costs of Voting Rules: A Note on Guttman, Buchanan, and Tullock. *European Journal of Political Economy*, s. 219–222.
- ASTOLA, Tiina (1990). *Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt*. Jyväskylä.
- BALOTTI, R. Franklin – FINKELSTEIN, Jesse A. (Eds.) (2001). *The Delaware Law of Corporations & Business Organizations – Statutory Deskbook (2001 Ed.)* USA.
- BARZEL, Yoram – SASS, Tim R. (1990). The Allocation of Resources by Voting. *Quarterly Journal of Economics*, s. 745–771.
- BEBCHUK, Lucian (1985). Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. *Harvard Law Review*, s. 1693–1808.
- BEBCHUK, Lucian – HART, Oliver (2001). *Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contests for Corporate Control*. (The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, No. 336.) USA.
- BEBCHUK, Lucian Arye – KAHAN, Marcel (2000). Adverse Selection and Gains to Controllers in Corporate Freezeouts. Teoksessa: MORCK, Randall K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. USA.
- BENHAM, Lee – KEEFER, Philip (1991). Voting in Firms: The Role of Agenda Control, Size and Voter Homogeneity. *Economic Inquiry*, s. 706–719.
- Van der BERG, Kent T. (1984). Approval of Take-out Mergers by Minority Shareholders: From Substantive to Procedural Fairness. *The Yale Law Journal*, s. 1113–1126.
- BERNSTEIN, Peter (1992). *Capital Ideas*. USA.

- BLUMBERG, Gunnar (1997). Ny praxis vid tvånginlösen av aktier. *Balans* Nr. 2, s. 31–34.
- BREALEY, Richard A. – MYERS, Stewart C. (2000). *Principles of Corporate Finance* (6th Ed.). United Kingdom.
- BRÅTHEN, Tore (1999). [Oikeustapausselostus:] RG 1999 s. 9 (Borgarting). *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, s. 20–21.
- BRÅTHEN, Tore (2000). [Oikeustapausselostus:] RG 2000 s. 533 (Oslo). *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, s. 119–120.
- BUCHANAN, Allen (1985). *Ethics, Efficiency, and the Market*. USA.
- BUCHANAN, James M. (1984). Rights, Efficiency, and Exchange: The Irrelevance of Transaction Cost. Teoksessa: NEUMANN, Manfred (Ed.), *Ansprüche, Eigentums- und Verfügungsrechte*. (Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften – Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge Band 140.) Germany.
- BUCHANAN, James M. (1998). Agreement and Efficiency: Response to Guttman. *European Journal of Political Economy*, s. 209–213.
- BUCHANAN, James M. – TULLOCK, Gordon (1962). *The Calculus of Consent*. USA.
- BUNGERT, Hartwin (2000). Unternehmungsbewertung nach Börswert: Zivilrechtliche Umsetzung der BverfG-Rechtsprechung. *BetriebsBerater*, s. 1845–1849.
- BURKART, Mike – GROMB, Denis – PANUNZI, Fausto (1998). Why Higher Takeover Premiums Protect Minority Shareholders. *Journal of Political Economy*, s. 172–204.
- BUTLER, Henry N. (1998). *Economic Analysis for Lawyers*. USA.
- BUXBAUM, Richard M. (1985). The Internal Division of Powers in Corporate Governance. *California Law Review*, s. 1671–1734.
- CALABRESI, Guido – MELAMED, Douglas A. (1972). Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral. *Harvard Law Review*, s. 1089–1128.
- CALABRESI, Guido (1991). The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further. *The Yale Law Journal*, s. 1211–1237.
- CARNEY, William J. (1980). Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes. *American Bar Foundation Research Journal*, s. 69–132.
- CHEFFINS, Brian R. (1997). *Company Law: Theory, Structure and Operation*. Great Britain.
- CLARDY, Don S. (1995). Valuation of Dissenters’ Stock under the Appraisal Remedy – Is the Delaware Block Method Right for Tennessee? *Tennessee Law Review*, s. 285–311.
- CLARKSON, Kenneth W. – MILLER, Roger LeRoy – JENTZ, Gaylord A. – CROSS, Frank B. (2001). *West’s Business Law (Eight Ed.)*. USA.
- COATES, John C. IV (1999). ”Fair Value” as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions. *University of Pennsylvania Law Review*, s. 1251–1359.
- COHEN, David (1985). Valuation in the Context of Share Appraisal. *Emory Law Journal*, s. 117–155.
- COHEN, Lloyd R. (1990). Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock, and Signaling. *The Journal of Legal Studies*, s. 113–143.
- COHEN, Lloyd R. (2000). *Lotteries, Liberty, and Legislatures*. [Unpublished, dated February 9th, 2000]. USA.
- COLEMAN, Jules L. (1988). *Markets, Morals and the Law*. USA.
- COMPANY LAW AMENDMENT COMMITTEE (1925–26). *Report Presented to Parliament by Command of His Majesty*. United Kingdom.
- COOTER, Robert – ULEN, Thomas (2000). *Law and Economics (Third Ed.)*. USA.
- De ALESSI, Louis (1973). Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations. *28 Journal of Finance*, s. 839–851.

- DNES, Antony W. (1996). *The Economics of Law*. United Kingdom.
- DOWNES, Anthony (1961). In Defense of Majority Voting. *Journal of Political Economy*, s. 192–199.
- EASTERBROOK, Frank H. – FISCHER, Daniel R. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. USA.
- EIDENMÜLLER, Horst (1995). *Effizienz als Rechtsprinzip – Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts*. Tübingen.
- FAMA, Eugene F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, s. 1575–1616.
- FAMA, Eugene F. (1998). Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, s. 283–306.
- FELDMAN, Allan M. (1998). Kaldor-Hicks Compensation. Teoksessa: NEWMAN, Peter (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 2. United Kingdom.
- FELDMAN, Allan M. (1998a). Pareto Optimality. Teoksessa: NEWMAN, Peter (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Vol. 3. United Kingdom.
- FERRAN, Eilís (1999). *Company Law and Corporate Finance*. Great Britain.
- FISCHER, Daniel R. (1983). The Appraisal Remedy in Corporate Law. *American Bar Foundation Research Journal*, s. 875–902.
- FRIEDMAN, David (1996). *Hidden Order – the Economics of Everyday Life*. USA.
- FRIIS JENSEN, Orla (2000). Recension – Hager, Richard: Värderingsrätt – Särskilt om ersättning och värdering vid expropriation. *Juridisk Tidskrift 2000–01*, s. 206–213.
- FORUM EUROPAEUM KONZERNRECHT (2000). *Corporate Group Law for Europe*. Stockholm.
- GILSON, Ronald J. – BLACK, Bernhard S. (1995). *The Law and Finance of Corporate Acquisitions (Second Ed.)*. USA.
- GOMES, Armando (2001). *Takeovers, Freezeouts, and Risk Arbitrage*. (Working Paper, The Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania.) USA.
- GOSHEN, Zohar (1997). Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule? *Southern California Law Review*, s. 741–804.
- GOSHEN, Zohar – WIENER, Zvi (2000). *The Value of Freezeout Option*. (UC Berkeley Law and Economics Working Paper 2000–2.) USA.
- GOWER, L.C.B. (1992). *Principles of Modern Company Law (Fifth Ed.)*. London.
- GRANQVIST, Roland (1993). *Effektivitet i ekonomisk analys: Paretokriteriet – tolkningar, försvar och kritik*. Karlsham.
- GRIFFIN, Ronald C. (1995). On the Meaning of Economic Efficiency in Policy Analysis. *Land Economics*, February, s. 1–15.
- GROSSFELD, Bernhard (2000). Unternehmenswert und Rechtskultur. Teoksessa: BAUMS, Theodor – HOPT, Klaus J. – HORN, Norbert (Eds.), *Corporations, Capital Markets and Business in the Law*. Great Britain.
- GUTTMAN, Joel M. (1998). Unanimity and Majority Rule: The Calculus of Consent Reconsidered. *European Journal of Political Economy*, s. 189–207.
- HAGER, Richard (1998). *Värderingsrätt – Särskilt om ersättning och värdering vid expropriation*. Stockholm.
- HAMILTON, Robert W. (2000). *The Law of Corporations in a Nutshell (Fifth Ed.)*. USA.
- HARRISON, Jeffrey L. (1995). *Law and Economics*. USA.
- HARSANYI, John C. (1953). Cardinal Utility in Welfare Economics and in the Theory of Risk Taking. *Journal of Political Economy*, s. 434–435.

- HARSANYI, John C. (1953). Cardinal Welfare, Individual Ethics, and Interpersonal Comparisons of Utility. *Journal of Political Economy*, s. 309–321.
- HART, Oliver (1979). On Shareholder Unanimity in Large Stock Market Economies. *Econometrica*, s. 1057–1083.
- HE 27/1977 vp., Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
- HE 309/1993 vp., Hallituksen esitys Eduskunnalle perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.
- HE 89/1996 vp., Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
- HE 1/1998 vp., Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi Suomen Hallitusmuodoksi.
- HEINBERG, John Gilbert (1926). History of the Majority Principle. *American Political Science Review*, s. 52–68.
- HEINBERG, John Gilbert (1932). Theories of the Majority Rule. *American Political Science Review*, s. 452–469.
- HEMMO, Mika (1998). *Sopimus ja delikti – Tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuumuodoista*. Jyväskylä.
- HODRICK, Laurie Simon (1999). Does Stock Price Elasticity Affect Corporate Finance Decisions? *Journal of Financial Economics*, s. 225–256.
- HOLDERNESS, Clifford G. – SHEEHAN, Dennis P. (1988). The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Explanatory Analysis. *Journal of Financial Economics*, s. 317.
- HOLDERNESS, Clifford G. – SHEEHAN, Dennis P. (2000). Constraints on Large-Block Shareholders. Teoksessa: MORCK, Randall K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. USA.
- JENNEGREN, Peter (1996). Marknadspriser och teoretiska värden i tvånginlösen ärenden före och efter Balken-målet. *Juridisk Tidskrift*, Nr 1, s. 59–88.
- KAISANLAHTI, Timo (1995). Vähemmistöosakkaan oikeus lunastukseen määräysvallan siirryttyä. *Oikeustiede – Jurisprudentia XXVIII*, s. 141–235.
- KAISANLAHTI, Timo (1996). Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu. Teoksessa: KANNIAINEN, Vesa – MÄÄTTÄ, Kalle (toim.), *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Tampere.
- KAISANLAHTI, Timo (1998). Osakkeen jakamattomuus ja osakkaan äänioikeuden perusta. Teoksessa: KANNIAINEN, Vesa – MÄÄTTÄ, Kalle (toim.), *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2*. Helsinki.
- KAISANLAHTI, Timo (1999). *Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä*. Helsinki.
- KAPLOW, Louis – SHAVELL, Steven (1994). Why the Legal System Is Less Efficient than the Income Tax in Redistributing Income. *Journal of Legal Studies*, s. 664–681.
- KAPLOW, Louis – SHAVELL, Steven (1999). *Conflict between Notions of Fairness and the Pareto Principle* (Working Paper – Harvard Law School and National Bureau of Economic Research). USA.
- KAPLOW, Louis – SHAVELL, Steven (2000). Should Legal Rules Favour the Poor? Clarifying the Role of Legal Rules and Income Tax in Redistributing Income. *Journal of Legal Studies*, s. 821–835.
- KEYNES, John Maynard (1959). *Työllisyys, korko ja raha*. Porvoo.
- KM 1989:36. *Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla – Arvopaperikaupparekomiitean II osamietintö*. Helsinki.
- KROG, Markus (2000). *Marktorientierung und gesellschaftsrechtliche Unternehmungsbewertung – Aktienkurse als Determinante von Abfindungen und Umtauschverhältnissen*. Germany.

- KROHN, Mads (2000). *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretall* [käsikirj.; julk. myöh.: *Tidsskrift for Forretningsjus* 1/2000, s. 20–156].
- KUUSINIEMI, Kari – PELTOMAA, Hannu (2000). *Lunastuslainsäädäntö ja korvausjärjestelmä*. Helsinki.
- KÄGERMAN, Pontus (1996). Företagsvärde eller börsvärde: Högsta domstolens dom DT 87 meddelad den 8 maj 1996 (NJA 1996 s 293). *Juridisk Tidskrift*, Nr 1, s. 119–125.
- KÖPFLI, Christian (1998). Der Ausschluß der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot. *Schweizerische Juristen-Zeitung*, s. 53–65.
- LEE, D.R. – VERBRUGGE, J.A. (1996). The Efficient Market Theory Thrives on Criticism. Teoksessa: RUTTERFORD, Janette (Ed.), *Financial Strategy*. Great Britain.
- LeROY, Stephen F. (1989). Efficient Capital Markets and Martingales. *Journal of Economic Literature*, s. 1583–1621.
- LETSOU, Peter V. (1998). The Role of Appraisal in Corporate Law. *Boston College Law Review*, s. 1121–1174.
- LEVMORE, Saul (1992). Bicameralism: When Are Two Decisions Better Than One? *International Review of Law and Economics*, s. 145–162.
- LEVMORE, Saul (1999). Voting Paradoxes and Interests Groups. *Journal of Legal Studies*, s. 259–281.
- LOCKWOOD, E. (1998). Pareto Efficiency. Teoksessa: MILGATE, Murray – EATWELL, John – NEWMAN, Peter (Eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Vol. 3*. Hong Kong.
- LÄNSINEVA, Pekka (1999). Omaisuuksensuojaja. Teoksessa: HALLBERG Pekka – KARAPUU, Heikki – Scheinin, Martin – TUORI, Kaarlo – VILJANEN, Veli-Pekka (toim.), *Perusoikeudet*. Juva.
- MACEY, Jonathan R. (1993). *Svensk aktiebolagsrätt i omavandling – en rättsekonomisk analys*. Stockholm.
- MAHONEY, Paul G. (2000). Comment. Teoksessa: MORCK, Randall K. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. USA.
- MAHONEY, Paul G. – WEINSTEIN, Mark (1999). *The Appraisal Remedy and Merger Premium*. (Olin Working Paper No. 99-5, University of Southern California Law School.) USA.
- MANN, Richard A. – ROBERTS, Barry S. (1999). *Business Law and the Regulation of Business (Sixth Ed.)*. USA.
- MATRE, Hugo P. (2000). Tvangsinnløsning av aksjer under konsesjonsbehandling. *Revisjon og Regnskap*, Nr. 1, s. 8–12.
- MAY, Stephen A. (1952). A Set of Independent Necessary and Sufficient Conditions for Simple Majority Decision. *Econometrica*, s. 680–684.
- McCAFFERTY, Edward J. (1994). Why People Play Lotteries and Why It Matters. *Wisconsin Law Review*, s. 71–122.
- McGORMACK, Gerard (1997). Compulsory Expropriation and Company Law. Teoksessa: Harris, J.W. (Ed.), *Property Problems – From Genes to Pension Funds*. Great Britain.
- McKENZIE, Richard B. – TULLOCK, Gordon (1989). *The Best of the New World of Economics (Fourth Ed.)*. USA.
- MERCURO, Nicholas – MEDEMA, Steven G. (1997). *Economics and the Law – From Posner to Post-Modernism*. USA.
- MILGROM, Paul – ROBERTS, John (1992). *Economics, Organization and Management*. USA.
- MILLER, Edward M. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *The Journal of Finance*, s. 1151–1168.

- MILLER, Nicholas R. (1987). Voting. Teoksessa: EATWELL, John – MILGATE, Murray – NEWMAN, Peter (Eds.), *The New Palgrave – A Dictionary of Economics, Volume 4 (Q to Z)*. Hong Kong.
- MILLER, Nicholas R. (2001). *Voting to Elect a Single Candidate*. (Julkaisematon käsikirjoitus – <http://research.umbc.edu>; päivätty 10.9.2001.)
- MORGAN, M.A. (1988). Compulsory Acquisition of Shares. *The Journal of Business Law*, s. 486–494.
- MÜLLER, Dennis C. (1991). Constitutional Rights. *The Journal of Law, Economics & Organization*, s. 313–333.
- MÄHÖNEN, Jukka (2001). *Tulo ja pääoma – Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä*. Helsinki.
- NISKANEN, Jyrki – NISKANEN, Mervi (2000). *Yritysrahoitus*. Helsinki.
- NITZAN, Shmuel – PAROUSH, Jacob (1982). Optimal Decision Rules in Uncertain Dichotomous Choice Situations. *International Economic Review*, s. 289–297.
- NITZAN, Shmuel – PROCACCIA, Uriel (1986). Optimal Voting Procedures for Profit Maximizing Firms. *Public Choice*, s. 191–208.
- NURMI, Hannu (1984). *Comparing Voting Systems*. The Netherlands.
- OIKEUSMINISTERIÖ (2000). *Osakeyhtiölain uudistaminen – Tavoitteena kilpailukykyisempi yhtiöoikeus*. Helsinki.
- OT.PRP NR. 36 (1993–94). *Om lov om aksjeselskaber (aksjeloven)*. Norge.
- OT.PRP NR 23 (1996–97). *Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)*. Norge.
- PARISI, Francesco – KLICK, Jonathan (2001). *The Disunity of Unanimity*. (George Mason University, School of Law, Law and Economics Working Paper Series, No. 01-28.) USA.
- POSNER, Richard A. (1998). *Economic Analysis of Law*. USA.
- PHELPS, Edmund S. (1985). *Political Economy – An Introductory Text*. USA.
- POLINSKY, A. Mitchell (1989). *An Introduction to Law and Economics (Second Ed.)*. USA.
- PROCACCIA, Uriel (1996). Crafting Corporate Code from Scratch. *Cardozo Law Review*, s. 629–645.
- RADIN, Stephen A. (2001). Delaware Supreme Court Holds That Controlling Shareholders Have No Duty to Prove Entire Fairness in Short Form Mergers. *Business & Securities Litigator*, No. 10 (October), s. 1.
- RAE, Douglas W. (1969). Decision Rules and Individual Values in Constitutional Choice. *American Political Science Review*, s. 40–56.
- RAINES, J. Patrick – LEATHERS, Charles G. (2000). *Economists and the Stock Market – Speculative Theories of Stock Market Fluctuations*. Great Britain.
- RAPPAPORT, Michael B. – MCGINNIS, John O. (2000–01). *Our Supermajoritarian Constitution*. (University of San Diego Public Law Research Paper No. 37 & Cardozo Law School Public Law Research Paper No. 42.) USA.
- RIEMER, Neal (1951). The Case for Bare Majority Rule. *Ethics – An International Journal of Social, Political, and Legal Philosophy*, s. 16–32.
- ROEMER, John E. (2001). *Egalitarianism Against the Veil of Ignorance*. (Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University – Discussion Paper No. 1328). USA.
- RUBIN, Paul H. (1990). *Managing Business Transactions – Controlling the Cost of Coordinating, Communicating, and Decision Making*. USA.
- RUDANKO, Matti (1998). *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus*. Jyväskylä.
- SAMUELSON, Paul A. (1972). Mathematics of Speculative Price. Teoksessa: BICKSLER, James L. (Ed.), *Methodology in Finance – Investments*. USA.

- SANCHIRICO, Chris William (2000). Taxes versus Legal Rules as Instruments for Equity: A More Equitable View. *Journal of Legal Studies*, s. 797–820.
- SHARPE, William F. (1963). A Simplified Model for Portfolio Analysis. Teoksessa: LORIE, James – BREALEY, Richard (Eds.; 1972), *Modern Developments in Investment Management – A Book of Readings*. USA.
- SHEPHERD, Chris (Ed.) (2000). *150 Leading Cases – Company Law*. Great Britain.
- SHILLER, Robert J. (1984). Stock Prices and Social Dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, s. 457–498.
- SHLEIFER, Andrei (2000). *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*. USA.
- SIEGEL, Mary (1995). Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century. *Harvard Journal on Legislation*, s. 79–143.
- SILLANPÄÄ, Matti J. (1991). Julkisesta ostotarjouksesta I – Julkinen ostotarjous pääpiirteittäin ja katsaus muutamaa sitä koskeviin ulkomaisiin säännöksiin. *Defensor Legis*, s. 662–699.
- SILLANPÄÄ, Matti J. (1994). *Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus*. Jyväskylä.
- SOU 1997:22. *Aktiebolagets kapital – Delbetänkande av Aktiebolagskommittén*. Stockholm.
- STEINSVIK, Kine (2001). Tvangsinnløsning av aksjer – majoritetskravet og fremgangsmåten når innløsningskravet kommer fra en av selskapets minoritetseierne. *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret*, s. 197–223.
- STEPHEN, Frank H. (1988). *The Economics of the Law*. USA.
- SVENSSON, Lennart (1996). *Värderingsfrågor vid tvånginlösen av aktier – En analys med utgångspunkt från Balken-domen den 8/5 1996*. Trelleborg.
- TAYLOR, Michael (1969). Proof of Theorem of Majority Rule. *Behavioral Science*, s. 228–231.
- TIMONEN, Pekka (1997). *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima*. Jyväskylä.
- TIMONEN, Pekka (2001). Lunastushinta osakeyhtiölain mukaisessa vähemmistöosakkeiden lunastusmenettelyssä. Teoksessa: KOULU, Risto – LAPPALAINEN, Juha – LOHI, Tapani (toimituskunta), *Velka, vakuus ja prosessi – Juhlajulkaisu Erkki Havansi 1941 – 11/7 – 2001*. Helsinki.
- TREBILCOCK, Michael J. (1993). *The Limits of Freedom of Contract*. USA.
- TULLOCK, Gordon (1959). Problems of Majority Voting. *Journal of Political Economy*, s. 571–579.
- TULLOCK, Gordon (1998). Reply to Guttman. *European Journal of Political Economy*, s. 215–218.
- Van Den HAUWE, Ludwig (1999). Constitutional Economics. Teoksessa: BACKHAUS, Jürgen G. (Ed.), *The Elgar Companion to Law and Economics*. Great Britain.
- VICTORIN, Anders (1996). Värdet av minoritetsaktier vid tvånginlösen – värdering och värderingar. Teoksessa: *Festskrift till Jan Ramberg*. Stockholm.
- WERLAUFF, Erik (1997). *Selskabsret (3. udgave)*. Odder.
- WERTHEIMER, Barry M. (1998). The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value. *Duke Law Journal*, s. 613–715.
- WHINCOP, Michael C. (1999). Painting the Corporate Cathedral: The Protection of Entitlements in Corporate Law. *Oxford Journal of Legal Studies*, s. 19–50.
- WOOLDRIDGE, Frank (1986). Compulsory Acquisition of Shares on Takeovers. *The Journal of Business Law*, s. 300–305.

Timo Kaisanlahti

WHEN SHOULD THE APPRAISAL PRICE BE BASED ON THE COMPENSATION OFFERED IN THE PRECEDING TENDER OFFER OR MANDATORY BID?

1. Legal background. Both the Finnish Companies Act of 1978 (“FCA”) and the Finnish Securities Market Act of 1989 (“FSMA”) provide individual shareholders the opportunity to have their shares redeemed when the company ownership structure changes in a manner prescribed by law. If a majority shareholder – typically a parent company – has come to own more than 9/10 of the shares of a company and these shares give right to at least 9/10 of the total voting rights, a minority shareholder of the company has, under the FCA (Chapter 14 Section 19), the right to demand the majority owner to redeem her shares. In such case also the majority owner has the right to redeem the remaining minority shares, paying a “fair price”. The majority shareholder is liable for the costs of appraisal as well as the other expenses of the redemption process.

The right to an appraisal is not an exclusive remedy: despite the fact that a redemption is in process the shareholder may in principle demand damages or turn to other remedies if she feels that she has a cause for such an action. However, the burden of proof lies on the plaintiff; this requirement makes these remedies less tempting as alternatives to the redemption procedure.

According to the preparatory works of the FSMA, the redemption stipulation of the FCA is not sufficient to secure minority rights in a listed company. This is the motivation for including a provision in the FSMA (Chapter 6 Section 6), pursuant to which anyone whose ownership increases to over 2/3 of the voting rights of a listed company has to offer to redeem the remaining shares and the convertible bonds and warrants issued by the company. The offer price cannot be set freely as in a voluntary tender offer: one has to take into consideration the average market price of the preceding 12 months as well as the higher prices possibly paid by the acquirer off-exchange and other relevant circumstances. Moreover, minority shareholders are to be treated in all terms equally as in a voluntary tender offer.

2. Problem-setting and approach. The topic of this paper is the appraisal of a fair price pursuant to the FCA. Typically the redemption procedure of a Finnish listed company is *de facto* triggered by a preceding voluntary tender offer or mandatory bid. This connection raises the following question:

Can the redemption price be determined primarily according to the consideration offered in the voluntary tender offer or mandatory bid? In other words: what are the conditions required to accept the compensation in an offer also as the fair price in a subsequent redemption process?

The questions formulated above expose also the approach applied: this is a *de lege ferenda* study, with the central interest being in the judgement of foreseeable, average effects of regulation. The viewpoint is that of *economic analysis of law* or *law and economics*; so far, studies of Finnish company legislation as well of the Finnish jurisprudence in general have made little use of the instruments of economic analysis.

The crucial concept of this approach, efficiency *ex ante*, is used also as the benchmark in evaluating possible solutions. However, as essential as efficiency is in itself, a precondition of efficient outcomes is even more important: efficiency cannot exist in its true meaning if individuals are not allowed freely to pursue their own welfare. The choices must be made under no economic coercion *i.e.* without the possible alternatives being limited. The actual freedom of choice must be provided and guaranteed by legal arrangements in the first place.

3. Main results. The central outcome of this paper is straightforward. As sketched above, if the preceding voluntary or mandatory bid provided the offeror with at least 90 per cent of the shares and voting rights in the target company, the redemption process of the FCA can be launched. According to financial economics, continuous trading at established stock exchanges constitutes a superior measure for evaluating the economic value of shares. Therefore, to be a success the bid must provide the investors with a premium above the current market price. In such setting the compensation that has been offered by the bidder should be accepted also as the fair price to be applied in the redemption procedure but only, however, when a simple majority of the targeted shares actually has been tendered in the preceding bid.

The most crucial feature of the rule just stated is that shares owned by the offeror before the bid are excluded from the calculation determining whether a simple majority exists or not. The exclusion assures that a bid is non-coercive from an investor's (*i.e.* a minority shareholder's) point of view. While considering the bid, an investor self-evidently takes the current market price into account. An investor rejects the bid if she evaluates the compensation – even with a premium over the current market price – to be insufficient *vis à vis* the share's fair economic value. All the other minority shareholders are in the same position. Because the bidder is excluded from

the relevant group, the investors of the group (minority shareholders) are likely to be homogenous in their views. The fact that a bid is accepted by a simple majority of the targeted shares establishes an economic verification of the claim that the minority shareholders have generally found the consideration offered to be fair. Thus, an investor who does not accept such consideration as a fair redemption price would have to demonstrate the inadequacy before arbitrators appointed by the Central Chamber of Commerce.

On the other hand, if investors representing a simple majority of the targeted shares do not tender their shares, then the presumption that the compensation offered in the bid qualifies also as a fair price in redemption does not apply and the question of appraisal is to be left to arbitrators. By rejecting the bid, the investors have actually "voted" against the presumption.