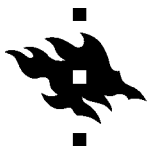


Kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvalta ostotarjousten edistämisen keskiössä

Pro gradu -tutkielma
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Tekijä: Annika Lehtonen
Ohjaaja: prof. Seppo Villa
Maaliskuu 2020



Tiedekunta/Osasto - Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos - Institution – Department	
Oikeustieteellinen tiedekunta			
Tekijä - Författare – Author			
Annika Lehtonen			
Työn nimi - Arbetets titel – Title			
Kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvalta ostotarjousten edistämisen keskiössä			
Oppiaine - Läroämne – Subject			
Kauppaoikeus			
Työn laji - Arbetets art – Level		Aika - Datum – Month and year	
Pro gradu -tutkielma		Maaliskuu 2020	
		Sivumäärä - Sidoantal – Number of pages	
		XXV + 88	
Tiivistelmä - Referat – Abstract			
<p>Tutkimuksen lähtökohtana on osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisesti hahmotettavat elementit lojaliteetti ja määräysvalta, joita tarkastellaan julkisten ostotarjousten kontekstissa osakeomistuksen tasolla, kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden tasolla sekä osakeinstrumentin tasolla. Tarkastelukulmaan kuuluu muun muassa normatiivinen legitimiisyys ja metodologisissa ratkaisuissa heijastuu tutkimuksen eri tarkastelutasoilta kumpuavien erityispiirteiden huomiointi vahvasta EU-oikeudellisuudesta huolimatta.</p> <p><i>Osakeomistuksen tasolla</i> tarkastellaan tarjouksentekijän sisäpiirintiedon sallittua käyttöä ilmentävää stake building -poikkeusta. Sen oikeutuksen argumentaatio nousee kuitenkin markkinatasoiseksi painottaessaan arvopaperimarkkinoiden ja määräysvaltamarkkinoiden välistä intressien jännitettä, jonka arvioinnissa merkitystä on myös liputuksella ja luottamusta painottavalla sääntelystrategisuudella. Tutkimuksessa stake building -poikkeus suhteutetaan rikosoikeudellisista vastuuvapausperusteista tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevaan perusteeseen ja määritetään poikkeuksen tarkempi vastuuvapausperusteluonne, minkä lisäksi sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksien perusteisiin tuodaan lisäys.</p> <p><i>Kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden tasolla</i> tarkastelu kohdentuu ostotarjousten toteutumisessa keskeiseen AML 11:14:ään. Pykälän säätämismuutoksia heijastava lakitekniinen ja -systemaattinen tarkastelu ilmentää ostotarjousnormituksen toteuttamisen potentiaalisia haasteita. AML 11:14:n 2. virke koskien asian siirtämättä jättämistä kohdeyhtiön yhtiökokoukselle hahmotetaan ”siirtokynnyksenä”, jonka arvioinnissa painotettavan lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden relaatio konkretisoituu normien sisällöllisiksi yhteyksiksi ja päällekkäisyydeksi. Ratkaisevaa kokonaisuudessa on kohdeyhtiön sisäisen tilanteen saattaminen lopulta markkinoiden alaiseksi.</p> <p><i>Osakeinstrumentin tarkastelutasolla</i> kohdennutaan ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurtosäännökseen äänioikeusrajoitusten soveltamattomuuden osalta. Tarkastelu osoittaa argumentaation temaattisen hajaantumisen kattaen myös EU:n sisämarkkinaintressit tehden siten epävarmaksi määrittää keskeisintä sääntelystrategista argumenttia. Aktualisoituneen perusoikeuslottuvuuden myötä läpimurtosäännös osoittaa valtiosääntöoikeudellisen kontekstin sisältävän keskeisiä punnintakriteerejä ostotarjousten edistämässä kuin myös havainnollistaa kyseisen oikeudenalan merkityksen normatiivisen legitimaation kannalta.</p> <p><i>Tarkastelutasojen kokonaisuudessa</i> keskeistä on stake building -poikkeusta ja läpimurtosäännöstä yhdistävä tarjouksentekijän position korostamisella heikennettävä kohdeyhtiön vallitseva vahva määräysvalta-asetelma, mistä AML 11:14:n siirtokynnys eroaa sen osakkeenomistajien valtaa johdolta turvaavalta funktioltaan. Kokoavasti tarkastelutasoilla ostotarjousten edistämässä ratkaisevaa on peruspunninta-asetelma vapauden ja rajoitteiden kesken, muiden normien merkitys arviointikokonaisuudessa sekä ostotarjousten edistämisen oikeutus ja sen perusteen konstruointi argumentoinnilla. Tutkimus havainnollistaa ostotarjousten edistämisen argumenttien kohdentumisen lähinnä tarjousten välineelliseen funktioon tuoden ostotarjousten edistämistä strategiaan moniulotteisuutta ja haastavuutta. Lisäksi välineellinen funktio osaltaan vastaa ostotarjousten edistämisen perusteltavuutta koskevaan kysymykseen, joka huomioitavan ostotarjousohjan funktion vuoksi samastuu määräysvaltamarkkinauhan tehokkuuden pyrkimyksen puollettavuutta koskevaksi kysymykseksi. Tämän myötä ostotarjousten edistämisen perusteltavuus riippuu lopulta määräysvaltamarkkinoiden arvottamisesta. Oleellista on myös EU:n sisämarkkinoiden vahvan merkityksen kautta nouseva havainto siitä, että ostotarjoustilanteessa vastakkain voivat olla tarjouksentekijän ja kohdeyhtiön lisäksi myös EU suhteessa yhtiöihin ja jäsenvaltioihin. Tutkimuksessa korostetaan tämän havainnon tiedostamisen ja ymmärryksen keskeisyyttä, mikä myös mahdollistaa ostotarjousten konfliktinomaisuuden hallinnan, jossa merkitystä on myös EU:n intressien ajallisen kontekstin tiedostamisella.</p> <p><i>Tutkimuksen ytimenä</i> painotetaan ostotarjous sääntelyn laaja-alaisen ymmärryksen tarvetta, jotta riittävällä herkkyydellä niin sääntelyvaiheessa kuin soveltamistilanteessa on tunnistettavissa ja punnittavissa kaikkien osapuolten intressit ja edelleen mahdollistetaan kokonaisvaltaisesti toimiva ostotarjousnormitus, mikä toteuttaa kaikkien – myös ostotarjouskontekstissa olevan yhtiön – etua.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
Julkinen ostotarjous, legitimiisyys, yhtiön etu, sisäpiirintiedon väärinkäyttö, yhtiöjohdon lojaliteettivelvollisuus, läpimurtosäännös			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

Sisällys

Lähteet	V
Lyhenteet	XXIV
1 Lojaliteetin ja määräysvallan dynamiikka ostotarjouksissa	1
2 Tutkimuksen tarkastelukulman asettaminen	5
2.1 Tutkimusaiheen kontekstin hahmotus	5
2.2 Normatiivinen legitimiisyys tarkastelukulmassa.....	9
2.3 Tutkimuksen metodologiset valinnat	14
2.4 Metodologisen ratkaisun suhteutus ja oikeuslähdeopin omaksuminen.....	19
3 Ostotarjousten edistäminen osakeomistuksen tasolla	22
3.1 Rikosoikeudellinen poikkeusarviointi kirjoitetun sääntelyn osalta.....	22
3.1.1 Stake building -poikkeuksen tarkastelun lähtökohdat	22
3.1.2 Stake building -transaktion sallittavuus MAR:in kannalta.....	25
3.3 Stake building -poikkeuksen argumentointi	27
3.3.1 Tarjouksentekijän vastuuvapauden konstruointi	27
3.3.2 Markkinoiden tukemat laajat analyttiset ja systemaattiset erittelyt.....	32
3.4 Stake building -poikkeuksen vastuuvapausperusteluonne	35
3.4.1 Stake building -poikkeuksen rikosoikeussystemaattinen arviointi.....	35
3.4.2 Asemointi tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevaan perusteeseen	37
3.5 Fidusiaarisuus, luottamus ja informaatio stake building -menettelyssä	42
3.5.1 Kohdeyhtiön ja markkinoiden positio	42
3.5.2 Informaation funktiot.....	43
3.5.3 Fidusiaarisuuden ja luottamuksen hahmotukset	44
3.6 Stake building -poikkeus ostotarjousten edistämiskeinona	46
4 Ostotarjousten edistäminen yhtiön sisäisten relaatioiden tasolla	53
4.1 Ostotarjousten toteutuminen ja AML 11:14.....	53
4.1.1 Johdon lojaliteettivelvollisuus ja osakkeenomistajien määräysvalta.....	53
4.1.2 AML 11:14:n sääntelytaustan problematiikat	54
4.2 AML 11:14:n siirtokynnyksen arviointi	56
4.2.1 Aktualisoituvat periaatteet siirtokynnyksessä	56
4.2.2 Lojaliteetti AML 11:14:n kontekstissa	58
4.2.3 Lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden relaatiosta	61
4.3 AML 11:14 ostotarjousten edistämiskeinona	66

5 Ostotarjousten edistäminen osakeinstrumentin tasolla	69
5.1 Läpimurtosäännöksen moninaiset ulottuvuudet	69
5.2 Äänioikeusrajoitusten soveltumattomuus.....	72
5.2.1 Äänioikeus tarjouksentekijälle	72
5.2.2 Kohdeyhtiön huomioiva argumentaatio	76
5.3 Äänioikeusrajoitukset EU:n sisämarkkinatemiikassa.....	78
5.4 Läpimurtosäännös ostotarjousten edistämiskeinona	81
6 Ostotarjousten edistämisen jännitteiset punninnat.....	85

Lähteet

Aarnio, Aulis: *Oikeustieteen muuttuminen*. Oikeus 3/1996, s. 223 – 226.

Aarnio, Aulis: *Oikeutta etsimässä – Erään matkan kuvaus*. Talentum Media Oy, Helsinki 2014.

Afrell, Lars & Haag, Göran & Klahr, Håkan & Walldén Catarina: *Insiderslagen – en lagkommentar*. Allmänna Förlaget. Stockholm 1991.

Andenas, Mads & Wooldridge, Frank: *European Comparative Company Law*. Cambridge University Press, New York 2009. Reprinted 2010. (Andenas & Wooldridge 2009).

Annola, Vesa Antero: *Informaatio, sisäpiiri, markkinat*. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta, Turku 2005.

Anttila, Inkeri: *Kuinka kriminaalipolitiikkaa olisi kehitettävä*. Teoksessa Anttila & Heinonen & Koskinen & Lahti: *Rikollisuus ongelmana. Kriminaalipolitiikan perusteet*. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki 1974. s. 129 – 161.

Arshadi, Nasser & Eyssell, Thomas H.: *The Law and Finance of Corporate Insider Trading: Theory and Evidence*. Kluwer Academic Publishers, Boston/Dordrecht/London 1993.

Ashcroft, Brian & Love, James, H.: *Takeovers, Mergers and the Regional Economy*. Edinburgh University Press Ltd. Edinburgh, 1993.

Bainbridge, Stephen M.: *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. Oxford University Press, Inc. New York, 2008.

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*. Nerenius & Santérus Förlag AB, Angered, 1997.

Braudel, Fernand: *Civilization and Capitalism – 15th -18th Century (Volume 3) – The Perspective of the World*. Fontana Press, London 1985.

Caselius, Ilmari: *Osakeyhtiön yhtiöjärjestykseen otetun lunastuslausekkeen kiertämisestä.* Defensor Legis 1953, s. 277 – 287.

Caselius, Ilmari & Heikonen, A. R. & Huttunen, A.: *Osakeyhtiö – Edellinen osa.* Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 40. Kolmas, uusittu ja täydennetty painos. Werner Söderström Osakeyhtiö, Porvoo, Helsinki 1964.

Cederberg, Lauri: *Osakkeenomistajan oikeudellinen asema uusia osakkeita annettaessa. Lisiä osakeyhtiölain 27 ja 29 §:ien tulkintaan.* 1928, s. 1 – 26. Teoksessa: Cederberg, Lauri: *Kirjoitelmia.* (Cederberg 1928)

Cederberg, Lauri: *Eräs näkökohta vähemmistön oikeusturvakysymyksessä osakeyhtiöissä.* Lakimies 1931, s. 221 – 229.

Cederberg, Lauri: *Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen.* Lakimies 1934, s. 1 – 51.

Cederberg, Lauri: *Osakeyhtiölain uudet määräykset – osakkeenomistajien ja osakkeenomistajien vähemmistön oikeuksien turvaamisesta osakeyhtiössä.* Werner Söderström osakeyhtiö, Porvoo 1936.

Cederberg, Lauri: *Tilintarkastuksesta Suomen Osakeyhtiölain mukaan.* Turun Sanomalehti ja Kirjapaino Osakeyhtiö, Turku 1938.

Chydenius, Wilhelm: *Om aktiebolag – enligt finsk rätt.* J. Simelii Arfvingars Boktryckeri Aktiebolag, Helsingfors, 1897.

Davies, P.L.: *The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure.* Teoksessa Hopt, Klaus J. & Wymeersch, Eddy (ed.): *European Insider Dealing – Law and Practice.* Butterworth & Co (Publishers) Ltd, London 1991, s. 243 – 262.

Drockila, Lauri: *Osingonjakokelpoiset varat osakeyhtiölain mukaan.* Werner Söderström Osakeyhtiö, Helsinki 1964.

Drockila, Lauri: *Osakepääoman korottamisesta – erityisesti silmällä pitäen pääoman pysyvyyttä.* Suomen Lakimiesliiton Kustannus Oy, Helsinki 1965.

Frände, Dan: *KKO 2010:41 ja sen arviointi laajemmassa kontekstissa*. Lakimies 2/2011, s. 402 – 408. Edilex: <https://www.edilex.fi/lakimies/7731.pdf>

Frände, Dan: *Yleinen rikosoikeus*. 2., uudistetun painoksen muuttamaton lisäpainos. Suomentanut ja seuraamusosan päivittänyt Markus Wahlberg. Edita Publishing Oy, Helsinki 2012.

Gérald, Philippe: *Democracy and the Legitimacy of Law*. Teoksessa; Tuori, Kaarlo & Bankowski, Zenon & Uusitalo, Jyrki (ed.): *Law and Power – Critical and Socio-Legal Essays*. Deborah Charles Publications, (first published) Liverpool 1997, s. 175 – 184.

Gilson, Ronald J.: *Corporate Governance and Economic Efficiency*. Teoksessa: Isaksson, Mats & Skog, Rolf (ed.): *Aspects of Corporate Governance*. Juristförlaget, Stockholm, 1994., s. 131 – 141.

Hartley, T.C.: *The Foundations of European Community Law*. Fifth Edition. Oxford University Press Inc., New York, 2003.

Heikonen, A. R.: *Avoimen yhtiön maksettavaksi pannun veron perimisestä yhtiön osakkailta*. Defensor Legis 1953, s. 162 – 177.

Heinilä, Aleks: *Tulkinta ja toiminta*. Oikeus 3/2005, s. 262 – 275.

Heiskanen, Sari & Ohisalo, Jussi: *Talousrikosjuttujen rakentaminen esitutkinnassa – kohti tutkintakulttuurin murrosta?* Oikeus 3/2005, s. 241 – 261.

Herlin-Karnell, Ester: *The Constitutional Dimension of European Criminal Law*. Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2012.

Hernberg, Alarik: *Om aktierättsskyddet*, JFT 1913, s. 23 – 46.

Hidén, Mikael: *Säädösvalvonta Suomessa – I Eduskuntalait*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Vammala 1974.

Hirvonen, Ari: *Miksi ei rikosoikeus! - Abolitionismi vaihtoehtona rankaisemiselle*. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): *Kohti 2000-luvun rikosoikeutta*. Rikos- ja prosessioikeuden laitos, Helsingin yliopisto, Helsinki 1994, s. 83 – 114.

Hunt, Alan: *The Politics of Law and the Law of Politics*. Teoksessa; Tuori, Kaarlo & Bankowski, Zenon & Uusitalo, Jyrki (ed.): *Law and Power – Critical and Socio-Legal Essays*. Deborah Charles Publications, (first published) Liverpool 1997, s. 51 – 83.

Hupli, Tuomas: *Täytäntöönpanointressi yrityssaneerauksessa – Insolvenssioikeudellinen tutkimus saneerausvelkojan oikeusaseman perusteista*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2004.

Huttunen, Allan: *Osakeyhtiön yhtiökokouksesta*. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja B-sarja N:o 196, Kirjayhtymä, Helsinki 1984.

Häyrynen, Janne: *Pörssiväärinkäytökset*. CC Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 2009.

Häyrynen, Janne & Parkkonen, Jarmo: *Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet*. Edita Publishing Oy, 2006.

Immonen, Raimo: *Yritysjärjestelyt. 7., uudistettu painos*. Alma Talent Oy, Helsinki 2018.

Jääskinen, Niilo: *Oikeus ja politiikka EU-Suomessa*. Oikeus 3/1996, s. 219 – 222.

Kaisanlahti, Timo: *Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä*. Oy Edita Ab, Helsinki 1999.

Kekkonen, Jukka: *Aika, paikka ja kontrollipolitiikka – ajatuksia kontrollipolitiikan muutosten selittämisestä*. Teoksessa: Lahti, Raimo (toim.): *Rikosoikeuden muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943 – 2011) muistojulkaisu*. Forum Iuris, Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut. Helsinki 2013, s. 8 – 16.

Kivivuori, Janne: *Rikollisuuden syyt. 2. painos*. Kustannusosakeyhtiö Nemo, Helsinki 2008.

Klip, André: *European Criminal Law – An Integrative Approach- 2nd edition*. Intersentia, Cambridge, Antwerp, Portland 2012.

Knuts, Mårten: *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2010. (Knuts 2010a)

Knuts, Mårten: *Oikeustapauskommentaari ratkaisusta Spector Photo Group NV ym. – EUT asia C-45/08 (Spector-tapaus)*. Lakimies 2010, s. 874 – 882. Edilex: <https://www.edilex.fi/lakimies/7364.pdf> (Knuts 2010b)

Knuts, Mårten: *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Talentum Media Oy, Helsinki 2011.

Koski, Pauli & af Schultén, Gerhard: *Osakeyhtiölaki selityksin II*. kolmas, uudistettu painos. Lakimiesliiton kustannus, Helsinki 1991.

Koskinen, Pekka: *Suomalainen rikos, rangaistus ja rikoksentekijä*. Teoksessa Anttila & Heinonen & Koskinen & Lahti: *Rikollisuus ongelmana. Kriminaalipolitiikan perusteet*. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki 1974. s. 50 – 92.

Koskinen, Pekka: *Kohti 2000-luvun rangaistusjärjestelmää*. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): *Kohti 2000-luvun rikosoikeutta*. Rikos- ja prosessioikeuden laitos, Helsingin yliopisto, Helsinki 1994, s. 129 – 138.

Koskinen, Pekka: *Rikoksen rakenneopin kehityslinjoja Suomessa Honkasalosta nykypäivään*. Lakimies 3/2004 s. 516–520. Edilex: <https://www.edilex.fi/lakimies/1316.pdf>

Kraakman, Reinier: *The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States*. Teoksessa Hopt, Klaus J. & Wymeersch, Eddy (ed.): *European Insider Dealing – Law and Practice*. Butterworth & Co (Publishers) Ltd, London 1991, s. 39 – 55.

Kukkonen, Reima: *Velallisen rikokset ja rikoskonkurrenssi osa II analyysi velallisen epärehellisuuden ja velallisen petoksen tunnusmerkistöistä rikoskonkurrenssin näkökulmasta*. Defensor Legis, N:o 1/2015, s. 19 – 37.

Kurenmaa, Tero: *Sisäpiiritiedon väärinkäyttö*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2003.

Lahti, Raimo: *Kriminaalipolitiikan rajaaminen*. Teoksessa Anttila & Heinonen & Koskinen & Lahti: *Rikollisuus ongelmana. Kriminaalipolitiikan perusteet*. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki 1974, s. 11 – 49.

Lahti, Raimo: *Rikosoikeustiede ja rikosoikeuden yleiset opit – kehityssuuntia 1960-luvulta 2010-luvulle*. Teoksessa Lahti, Raimo (toim.): *Rikosoikeuden muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943 – 2011) muistojulkaisu*. Forum Iuris, Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisut, Helsinki 2013. s. 53 – 68.

Laine, Juhani: *Osakkeenomistajan lojaliteettivelvollisuudesta*. Lakimies 1/2012 s. 79–101. Edilex: <https://www.edilex.fi/lakimies/8627.pdf>

Laitinen, Ahti & Aromaa, Kauko: *Rikollisuus ja kriminologia*. Vastapaino, Tampere 2005.

Lappi-Seppälä, Tapio: *Miksi rikosoikeus?* Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): *Kohti 2000-luvun rikosoikeutta*. Rikos- ja prosessioikeuden laitos, Helsingin yliopisto, Helsinki 1994. s. 19 – 82.

Mahkonen, Sami: *Osakeyhtiölain yleislauseke – tae vähemmistönsuojasta?* Defensor Legis 1975, s. 413 – 425.

Makkonen, Kaarle: *Luentoja yleisestä oikeustieteestä*. Helsingin yliopisto, Helsinki 1998.

Matikkala, Jussi: *Tahallisuudesta rikosoikeudessa*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2005.

Melander, Sakari: *Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset*. Lakimies 6/2002, s. 938 – 961.

Melander Sakari: *Rikosoikeuden harmonisointi Euroopan unionissa – harmonisointiteoreettisia näkökulmia*. Lakimies 2/2005, s. 214 – 233.

Melander, Sakari: *Kriminalisointiteoria – rangaistavaksi säätämisen oikeudelliset rajoitukset*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2008.

Melander, Sakari: *EU-rikosoikeus – politiikkaa, oikeutta, tuomioistuinaktivismia?* Teoksessa Nuotio, Kimmo & Malkki Leena (toim.): *Vapauden, turvallisuuden ja oikeuden Eurooppa*. Oikeustieteellinen tiedekunta, Helsingin yliopisto, Helsinki 2010, s. 55 – 74.

Melander, Sakari: *EU ja talousrikosoikeus*. Defensor Legis N:o 4/2012, s. 509 – 527.

Melander, Sakari: *Rikoksen rakenne*. Teoksessa Lahti, Raimo (toim.): *Rikosoikeuden muutos 1960-luvulta 2010-luvulle. Pekka Koskisen (1943 – 2011) muistojulkaisu*. Forum Iuris, Helsinki 2013. s. 69 – 88.

Melander, Sakari: *EU-rikosoikeus*. 2., uudistettu painos. Talentum Media Oy. Helsinki 2015.

Melander, Sakari: *Rikosvastuun yleiset edellytykset*. Tietosanoma Oy, Helsinki 2016.

Miettinen, Samuli: *Vapauden, turvallisuuden ja oikeuden sisämarkkinat? Ensimmäisen pilarin oppeja kolmannen pilarin oikeuskäytännössä*. Teoksessa Nuotio, Kimmo & Malkki Leena (toim.): *Vapauden, turvallisuuden ja oikeuden Eurooppa*. Oikeustieteellinen tiedekunta, Helsingin yliopisto, Helsinki 2010, s. 43 – 53.

Minkkinen, Panu: *Oikeus- ja yhteiskuntatieteellinen tutkimus – suuntaus, tarkastelutapa, menetelmä?* Lakimies 7-8/2017, s. 908 – 923.

Myllylä, Kirsti: *Itsesäätely kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla*. Teoksessa: Paloranta, Paula (toim.): *Keskuskauppakamarin liikeyalautakunta 80 vuotta*. Alma Talent Oy, Helsinki 2017. s. 473 – 481.

Mähönen, Jukka: *Tulo- ja pääoma – kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä*. Oy Edita Ab, Helsinki 2001.

Mähönen, Jukka: Kirjallinen asiantuntijalausunto talousvaliokunnan mietintöön 11/2012 vp hallituksen esityksestä 32/2012 vp eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi, TaVP 75/2012 vp / A 5 §.

Mähönen, Jukka: *Hallinnointikoodi ja yritysvastuu – corporate governance -koodin yrityskuvan suhde pörssiyritysten kestävään yritystoimintaan*. Teoksessa: Paloranta, Paula (toim.): *Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta*. Alma Talent Oy, Helsinki 2017. s. 203 – 218.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: *Tärkeät päätökset ja toimivalta osakeyhtiössä*. Lakimies 1/2011, s. 3 – 18.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: *Osakeyhtiö II – Pääomarakenne ja rahoitus*. 3. painos, Sanoma Pro Oy, Helsinki 2012.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: *Osakeyhtiö I – Yleiset opit*. 3., uudistettu painos. Talentum, Helsinki 2015.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo: *Osakeyhtiö III – Corporate governance*. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy, Helsinki 2019.

Määttä Tapio & Nystén-Haarala, Soili: *Tieteenalojen rajapinnat innovaatioiden lähteenä*. Oikeus 3/2005, s. 221 – 222.

Nuolimaa, R. O.: *Näkökohtia ns. yritysvaltauksesta*. Lakimies 1/1989, s. 1 – 9

Nuolimaa, R. O.: Kirjallisuusarvostelu teoksesta Jan Schans Christensen: *Ledelse og aktionærer*. København 1992, G.A.D., 133s. Defensor Legis 1993, s. 758 – 760.

Nuotio, Kimmo: *Rikosoikeustutkimuksen arvot ja tehtävät*. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): *Kohti 2000-luvun rikosoikeutta*. Rikos- ja prosessioikeuden laitos, Helsingin yliopisto, Helsinki 1994, s. 115 – 128.

Nuotio, Kimmo: *Teko, vaara, seuraus – Rikosvastuun filosofisista, kriminaalipoliittisista ja lainopillisista perusteista*. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja. A-sarja N:o 216, Helsinki 1998.

Nuotio, Kimmo: *On the Significance of Criminal Justice for a Europe ‘United in Diversity’* Teoksessa Nuotio, Kimmo (ed.): *Europe in Search of ‘Meaning and Purpose’*, Publications of the Faculty of Law, University of Helsinki, Helsinki 2004, s. 171 – 210.

Nuotio, Kimmo: *Eurooppalaisen integraation uusi painopiste: Vapauden, turvallisuuden ja oikeuden Eurooppa*. Teoksessa Nuotio, Kimmo & Malkki Leena (toim.): *Vapauden, turvallisuuden ja oikeuden Eurooppa*. Oikeustieteellinen tiedekunta, Helsingin yliopisto, Helsinki 2010, s. 1 – 23.

Nuutila, Ari-Matti: *Rikosoikeudellinen huolimattomuus*. Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1996.

Nyström, Patrik: *Osakeyhtiön hallituksen fidusiaariset velvollisuudet – Osakeyhtiö- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2016. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 332.

Nyström, Patrik & Rajavuori, Mikko: *Yritysvastuu ja yhtiön etu Arctia Shipping -tapauksen valossa*. Lakimies 5/2014, s. 695 – 718. Edilex: edilex.fi/lakimies/14114.pdf

Ojanen, Tuomas: *The European Way – The Structure of National Court Obligation under EC Law.*, 1998.

Ojanen, Tuomas: *EU-oikeuden perusteita – 3., uudistettu laitos*. Edita Publishing Oy, Helsinki 2016.

Oliver, Peter, assisted by Jarvis Malcolm: *The Free Movement of Goods in the European Community*. Fourth Edition. Sweet & Maxwell Limited, London 2003.

Palm, Jukka: *Yritysostot ja määräysvaltamarkkinat*. Edita Publishing Oy, Helsinki 2005.

Parkinson, J.E.: *Corporate Power and Responsibility – Issues in the Theory of Company Law*. Oxford University Press Inc., New York 1993. Reprinted 2000. (Parkinson 1993)

Parkkonen, Jarmo & Knuts, Mårten: *Arvopaperimarkkinalaki. 5., uudistettu painos*. Talentum Media Oy, Helsinki 2014.

Pönkä, Ville: *Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä*. Sanoma Pro Oy, Helsinki 2012.

Raitio, Juha: *Oikeusvarmuuden periaate eurooppaoikeudessa*. Oikeus 1997:4, s. 387 – 407.

Raitio, Juha: *Teleologia eurooppaoikeudessa*. Oikeus 3/2005, s. 276 – 297.

Raitio, Juha: *Euroopan unionin oikeus*. Talentum Pro, Talentum Media Oy, yhteistyössä Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki 2016.

Rankinen, Juho: *Miten itsekriminointisuojaan tulisi suhtautua rikosoikeuden systematiikan kannalta?* Oikeus 2013 (42); 2. s. 212 – 225. Edilex: <https://www.edilex.fi/oikeus/10416.pdf>

Rapakko, Timo: *Unlimited Shareholder Liability in Multinationals*. Kluwer Law International, The Hague 1997.

Rosas, Allan: *Kiinteistö ja kiinteä omaisuus EU-oikeudessa*. Teoksessa: *Juhlajulkaisu – Leena Kartio – 1938 – 30/8 – 2008*. Suomalainen Lakimiesyhdistys, Helsinki 2008, s. 289 – 300.

Salmiala, Bruno A.: *Lisiä oppiin rikoksista, joista syyte voidaan tehdä valtakunnanoikeudessa*. Defensor Legis 1953, s. 178 – 191.

Savela, Ari: *Hostile Takeovers and Directors – Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union*. Turku 1999.

Savela, Ari: *Osakeyhtiörikos ja -rikkomus*. Defensor Legis N:o 1/2009, s. 3 – 30.

Sevón, Kjell: *Rikollisuuden uudet uhat ja uhkakuvat*. Teoksessa Hirvonen, Ari (toim.): *Kohti 2000-luvun rikosoikeutta*. Rikos- ja prosessioikeuden laitos, Helsingin yliopisto, Helsinki 1994, s. 187 – 221.

Siilasmaa, Risto (with Catherine Fredman): *Transforming Nokia – The Power of Paranoid Optimism to Lead Through Colossal Change*. McGraw-Hill, New York 2019.

Sillanpää, Matti, J.: *Julkisesta ostotarjouksesta II – Arvopaperimarkkinalain julkista ostotarjousta koskevista säännöksistä*. Defensor Legis, 1992, s. 251 – 279.

Sillanpää, Matti J.: *Eurooppalainen malliosakeyhtiölaki – EMCA*. Teoksessa: Paloranta, Paula (toim.): *Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta*. Alma Talent Oy, Helsinki 2017. s. 539 – 546.

Sippel, Jan & Tiitta, Erkki: *Velkojen riskinjakosopimukset yritysrahoitusjärjestelyissä*. Lakimies 6/2002, s. 962 – 983.

Sulkunen, Pekka: *Johdatus sosiologiaan – käsitteitä ja näkökulmia*. 2. painos. Werner Söderström Osakeyhtiö. Porvoo 1998.

Tapani, Jussi: *Onko rikoksen rakenteella merkitystä? – Itsekriminointisuoja ja sen rikosoikeuden systematiikka*. Defensor Legis. N:o 5/2011, s. 581 – 591. Edilex: https://www.edilex.fi/defensor_legis/8201.pdf

Tapani, Jussi & Tolvanen, Matti & Hyttinen, Tatu: *Rikosoikeuden yleinen osa – vastuuoppi*. 3., uudistettu painos. Alma Talent Oy, Helsinki 2019.

Telaranta, K. A.: *Arvopaperioikeus*. Kustannusyhtiö Ekolex, Helsinki 1981.

Tolvanen, Matti: *Tieliikenne-rikokset ja kriminaalipolitiikka*. Kauppakaari Oyj, Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1999.

Tuori, Kaarlo: *Kriittinen oikeuspositivismi*. Werner Söderström Lakitieto Oy - WSLT, Helsinki 2000.

Tuori, Kaarlo: *Sosiaalisesta siviilioikeudesta myöhäismoderniin vastuuoikeuteen*. Lakimies 6/2002, s. 902 – 913.

Underhill, William & Austmann, Andreas: *Defence Tactics*. Teoksessa: Payne, Jennifer (ed.): *Takeovers in English and German Law*. Hart Publishing, Portland, Oregon, 2002. s. 87 – 121.

Vahtera, Veikko: *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. CC Lakimiesliiton Kustannus. Helsinki, 2011.

van Rijsbergen, Marloes: *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*.
www.utrechtlawreview.org, Utrecht Law Review, Volume 10, Issue 5 (December) 2014.

Villa, Seppo: *Pääomallaina – Velvoite- ja yhtiöoikeudellinen tutkimus osakeyhtiön oman pääoman ehtoisista lainoista Suomessa*. Kauppakaari Oy, Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki 1997.

Villa, Seppo: *Onko yhdenvertainen kohtelu aina tasavertaista?* Lakimies 4/2008, s. 563 – 581. Edilex: edilex.fi/lakimies/5271.pdf

Villa, Seppo: *Rahoitusapu ja apuyhtiöt*. Lakimies 7-8/2011, s. 1322 – 1340. (Eripainos Lakimies-lehdestä 7-8/2011).

Villa, Seppo: lausunto Turun yliopiston oikeustieteelliselle tiedekunnalle Patrik Nyströmin väitöskirjasta ”*Osakeyhtiön hallituksen Fidusiaariset velvollisuudet. Osakeyhtiö- ja vahingonkorvausoikeudellinen tutkimus*”. 20.10.2016

Villa, Seppo: *Yhtiön etu ja yhteiskuntavastuu*. Teoksessa: Paloranta, Paula (toim.): *Keskuskauppakamarin liiketapalautakunta 80 vuotta*. Alma Talent Oy, Helsinki 2017. s. 332 – 340.

Virallislähteet

Hallituksen esitykset

- | | |
|----------------|--|
| HE 29/1935 vp | Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiöistä annetun lain muuttamisesta. |
| HE 102/1938 vp | Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi ulkomaalaisten ja eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteätä omaisuutta ja osakkeita. |
| HE 103/1938 vp | Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakkeita koskevista välikäsisuhteista. |

HE 247/1981 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeustoimen kohtuullistamista koskevaksi lainsäädännöksi.
HE 66/1988 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäväksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi.
HE 157/1988 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
HE 181/1992 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle etuoikeusjärjestelmän uudistamista koskevaksi lainsäädännöksi.
HE 182/1992 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi.
HE 318/1992 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.
HE 309/1993 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta.
HE 1/1998 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi Suomen Hallitusmuodoksi.
HE 254/1998 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.
HE 44/2002 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
HE 26/2003 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle konkurssilainsäädännön uudistamiseksi.
HE 137/2004 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
HE 109/2005 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.
HE 6/2006 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.
HE 23/2008 vp	Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan unionista tehdyn sopimuksen ja Euroopan yhteisön perustamissopimuksen muuttamisesta tehdyn Lissabonin sopimuksen hyväksymisestä ja laiksi sen lainsäädännön alaan kuuluvien määräysten voimaansaattamisesta.
HE 32/2012 vp	Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 89/2015 vp	Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi kirjanpitolain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta sekä puunkorjuuta aarniometsissä harjoittavien yritysten viranomaisille suorittamien maksujen julkistamista koskevaksi laiksi.
HE 65/2016 vp	Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.
U 79/2002 vp	Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yritystotarjoukset). Muistio EU/2002/0114.

Eduskunnan valiokuntien lausunnot ja mietinnöt

Lakivaliokunta

LaVM 31/1938 vp	Lakivaliokunnan mietintö N:o 31 hallituksen esityksen johdosta laiksi ulkomaalaisten ja eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteätä omaisuutta ja osakkeita.
LaVL 2/1988 vp	Lakivaliokunnan lausunto 2/1988 vp hallituksen esityksestä 157/1988 vp Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
LaVM 6/2003 vp	Lakivaliokunnan mietintö 6/2003 vp hallituksen esityksestä HE 26/2003 vp konkurssilainsäädännön uudistamiseksi.
LaVL 8/2016 vp	Lakivaliokunnan lausunto LaVL 8/2016 vp hallituksen esityksestä HE 65/2016 vp eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

Talousvaliokunta

TaVL 2/2003 vp	Talousvaliokunnan lausunto 2/2003 vp suurelle valiokunnalle valtioneuvoston kirjelmästä U 79/2002 vp ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yritystotarjoukset).
TaVM 11/2012 vp	Talousvaliokunnan mietintö 11/2012 vp hallituksen esityksestä 32/2012 vp eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

Perustuslakivaliokunta

- PeVL 23/1992 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 23/1992 vp lakivaliokunnalle hallituksen esityksistä n:o 182 yrityksen saneerausta koskevaksi lainsäädännöksi ja n:o 183 laiksi yksityishenkilön velkajärjestelystä.
- PeVL 48/1998 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 48/1998 vp Hallituksen esityksestä HE 274/1998 vp laeiksi aravalain, vuokra-asuntolainojen korkotuesta annetun lain ja asumisoikeustalolainojen korkotuesta annetun lain muuttamisesta.
- PeVL 31/2002 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto PeVL 31/2002 vp hallituksen esityksestä HE 44/2002 vp rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
- PeVL 45/2002 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto 45/2002 vp hallituksen esityksestä HE 100/2002 vp vapaarahoitteiseksi asumisoikeusjärjestelmäksi ja asumisoikeusjärjestelmän muuksi kehittämiseksi.
- PeVL 63/2002 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto 63/2002 vp hallituksen esityksestä HE 218/2002 vp laeiksi sähkömarkkinalain sekä maakaasumarkkinalain 4 luvun 6 §:n muuttamisesta.
- PeVL 1/2003 vp Perustuslakivaliokunnan lausunto 1/2003 vp suurelle valiokunnalle valtioneuvoston kirjelmästä U 79/2002 vp ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (yritystotarjoukset).

EU:n valmisteluasiakirjat

Euroopan parlamentin päätöslauselma yhteisön sisäisiä investointeja koskevien oikeudellisten näkökohtien päivittämisestä. B5-0249, 0250, 0255 ja 0256/2001. s. 338 – 339. (Euroopan parlamentin päätöslauselma 2002)

KOM(2002) 534 lopull. – 2002/0240(COD), Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi julkisista ostotarjouksista, EUVL C 45E, 25.2.2003, s. 1 – 17.

KOM(2003) 284 lopullinen Komission tiedonanto Euroopan parlamentille ja neuvostolle: Yhtiöoikeuden uudistaminen ja omistajaohjauksen (corporate governance) parantaminen Euroopan unionissa – etenemissuunnitelma.

SEC(2007) 1705, COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT. Impact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies. Brussels, 12.12.2007.

KOM(2010) 716 lopullinen, Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle sekä alueiden komitealle: Seuraamusjärjestelmien lujittaminen finanssivalvelujen alalla, {SEK(2010) 1496 lopullinen}, {SEK(2010) 1497 lopullinen}.

KOM(2011) 573 lopullinen. Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Kohti EU:n kriminaalipolitiikkaa: EU:n politiikkojen tehokkaan täytäntöönpanon varmistaminen rikosoikeuden keinoin.

KOM(2011) 654 lopullinen Ehdotus Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista.

Euroopan talous- ja sosiaalikomitean lausunto aiheista ”Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö)” COM(2011) 651 final ja ”Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista” COM(2011) 654 final. EUVL C 181, s. 21.6.2012, s. 64 – 67. (ETSK 2012).

COM(2012) 347 final. Report from the Commission to the European Parliament, the Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions: Application of the Directive 2004/25/EC on takeover bids.

EU-säädökset

Neuvoston direktiivi sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta, 13.11. 1989, 89/592/ETY, EYVL L 334, 18.11.1989, s. 30-32. Suomenkielinen erityispainos: Luku 06 Nide 03, s. 10-12.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö), 28.1.2003, 2003/6/EY, EUVL L 96, 12.4.2003, s. 16 – 25. (MAD)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi julkisista ostotarjouksista, 21.4.2004, 2004/25/EY, EUVL L 142, 30.4.2004, s. 12 – 23. (ostotarjousdirektiivi).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi pääomayhtiöiden rajatylittävistä sulautumisista, 26.10.2005, 2005/56/EY, EUVL L 310, s. 25.11.2005, s. 1 – 9. (Cross-border -sulautumisdirektiivi).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi niiden takeiden yhteensovittamisesta samanveroisiksi, joita jäsenvaltioissa vaaditaan Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 54 artiklan toisessa kohdassa tarkoitetuilta yhtiöiltä niiden jäsenten sekä ulkopuolisten etujen suojaamiseksi osakeyhtiöitä perustettaessa sekä niiden pääomaa säilytettäessä ja muutettaessa (Uudelleenlaadittu), 25.10.2012, 2012/30/EU, EUVL L 315, 14.11.2012, s. 74 - 97. (Uusi pääomadirektiivi).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY ja direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta, 22.10.2013, 2013/50/EU, EUVL L 294, 6.11.2013, s. 13 – 27. (Avoimuusdirektiivin muutosdirektiivi)

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta, 16.4.2014, (EU) N:o 596/2014, EUVL L 173, 12.6.2014, s. 1 – 61. (Markkinoiden väärinkäyttöasetus, MAR).

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi), 16.4.2014, 2014/57/EU, EUVL L 173, s. 12.6.2014, s. 179 – 189. (MAD II)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta (uudelleenlaadittu), 15.5.2014, 2014/65/EU, EUVL L 173, 12.6.2014, s. 349 – 496. (Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi, MIFID II).

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta, 15.5.2014, (EU) N:o 600/2014, EUVL L 173, 12.6.2014, s. 84 – 148 (Rahoitusvälineiden markkinat -asetus, MIFIR)

Sopimus Euroopan unionista (Konsolidoitu toisinto 2016), EUVL C 202, 7.6.2016. (SEU)

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio), 14.6.2017, (EU) 2017/1132, EUVL L 169, 30.6.2017, s. 46 – 127.

Muita lähteitä

Finanssivalvonta

Määräykset ja ohjeet 9/2013 – Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus. Antopäivä 10.6.2013.

Määräykset ja ohjeet 6/2016 - Määräyksiä ja ohjeita tiedonantovelvollisuudesta. Dnro: FIVA 6/01.00/2016, Antopäivä 7.6.2016.

ESMA

Questions and Answers - On the Market Abuse Regulation (MAR) - ESMA70-145-111, Version 14 (päivitetty 29.3.2019) (ESMA70-145-111).

Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information, 13.7.2016, ESMA/2016/1130.

Final Report, Guidelines on MAR - information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives, 30. 9.2016, ESMA/2016/1412.

Arvopaperimarkkinayhdistys ry

Hallinnointikoodi (2015): Corporate Governance 2015.

Hallinnointikoodi (2020): Corporate Governance 2020.

Ostotarjouskoodi (voimaantulo 1.1.2014).

Yrityskauppala-autakunnan suositus 2006, vanha ostotarjouskoodi.

NASDAQ Helsinki Oy, pörssin säännöt, 4.6.2019

(<https://www.nasdaq.com/docs/P%C3%96RSSIN%20S%C3%84%C3%84NN%C3%96T%204.6.2019.pdf>) (Pörssin säännöt).

Ruotsi:

Prop. 1990/91:42 Regeringens proposition 1990/91:42 om insiderhandel.

Prop. 2016/17:22 Regeringens proposition 2016/17:22 Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk.

2016/17:FiU14 Finansutskottets betänkande 2016/17:FiU14 – Effektiv bekämpning av marknadsmissbruk.

Oikeustapaukset

EU-tuomioistuin

26/62, van Gend & Loos, Kok. oikeustapauskokoelma, EU:C:1963:1

6-64, Costa v. ENEL, Kok. oikeustapauskokoelma, EU:C:1964:66

11/70, Internationale Handelsgesellschaft, Kok.1970, s.01125, EU:C:1970:114

106/77, Simmenthal, Kok.1978, s. 00629, EU:C:1978:49

120/78, Rewe-Zentral, ns. Cassis de Dijon -tapaus, Kok.1979, s. 00649, EU:C:1979:42

14/86, Pretore di Salò, Kok. 1987, s. 02545, EU:C:1987:275

80/86, Kolpinghuis Nijmegen, Kok. 1987, s. 03969, EU:C:1987:431

C-101/98, UDL, Kok. 1999, s. I-08841, EU:C:1999:615

C-28/99, Verdonck ym., Kok. 2001, s. I-03399, EU:C:2001:238

Yhdistetyt asiat C-27/00 ja C-122/00, Omega Air ym., Kok. 2002, s. I-02569, EU:C:2002:161

C-367/98, komissio v. Portugali, Kok. 2002, s. I-04731, EU:C:2002:326

C-105/03, Pupino, Kok. 2005, s. I-05285. EU:C:2005:386

C-384/02, Grøngaard ja Bang, Kok. 2005, s. I-09939, EU:C:2005:708

C-391/04, Georgakis, Kok. 2007, s. I-03741, EU:C:2007:272

C-101/08, Audiolux ym., 15.10.2009, Kok. 2009, s. I-09823, EU:C:2009:626

C-45/08, Spector Photo Group ja Van Raemdonck, Kok. 2009, s. I-12073, EU:C:2009:806
(*Spector-tapaus*)

C- 445/09, IMC Securities, Kok. 2011, s. I-05917, EU:C:2011:459

C-19/11, Geltl, Sähköinen oikeustapauskokoelma (oikeustapauskokoelma – yleinen),
EU:C:2012:397

C-628/13, Lafonta, sähköinen oikeustapauskokoelma (oikeustapauskokoelma – yleinen),
EU:C:2015:162

C-105/03, Pupino, julkisiasiamiehen ratkaisuehdotus Kokott, Kok. 2005, s. I-05285

Korkein oikeus

KKO 2009:19

KKO 2010:41

KKO 2011:68

KKO 2012:16

KKO 2014:67

Yhdysvallat

U.S. Reports: Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980),
<https://www.loc.gov/item/usrep445222/> (linkki 27.1.2020), (*Chiarella v. United States*)

Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
BrB	brottsbalk (1962:700)
EAML	arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)
EOYL	osakeyhtiölaki (29.9.1978/734)
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETL	esitutkintalaki (22.7.2011/805)
ETSK	Euroopan talous- ja sosiaalikomitea
EU	Euroopan unioni
EU-tuomioistuin	Euroopan unionin tuomioistuin (ent. EY-tuomioistuin)
EUVL	Euroopan unionin virallinen lehti
EYVL	Euroopan yhteisöjen virallinen lehti
Fiva	Finanssivalvonta
Helsingin pörssi	Nasdaq Helsinki Oy
HM	Suomen Hallitusmuoto (17.7.1919/94)
KKO	korkein oikeus
KonkL	konkurssilaki (20.2.2004/120)
KPL	kirjanpitolaki (30.12.1997/1336)
KP-sopimus	kansalaisyhteisöjen ja poliittisten oikeuksien koskeva kansainvälinen yleissopimus
LVMP	lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden
MAD	markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (direktiivi 2003/6/EY)
MAD II	markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (direktiivi 2014/57/EU)
MAR	markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014
MIFID II	rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi 2014/65/EU
MIFIR	rahoitusvälineiden markkinat -asetus (EU) N:o 600/2014
NASD	The National Association of Securities Dealers
NYSE	The New York Stock Exchange
OikTL	L varallisuus-oikeudellisista oikeustoimista (13.6.1929/228).
OK	oikeudenkäymiskaari

OTC	over-the-counter
OYL	osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
PL	Suomen perustuslaki (11.6.1999/731)
Prop.	regeringens proposition
RL	rikoslaki (19.12.1889)
SEC	The Securities and Exchange Commission
SEU	sopimus Euroopan unionista
VOYL	laki osakeyhtiöistä, annettu 2.5.1895
YrSanL	laki yrityksen saneerauksesta (25.1.1993/47)

1 Lojaliteetin ja määräysvallan dynamiikka ostotarjouksissa

Lojaliteetti ja *määräysvalta* muodostavat tämän tutkimuksen lähtökohdan osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisesti hahmotettavina elementteinä. Lähtökohtaisesta erillisyydestä huolimatta niitä kuitenkin yhdistää keskinäinen dynamiikka.¹ Tässä tutkimuksessa lojaliteetin ja määräysvallan osalta tarkemmaksi kontekstiksi tarkentuu julkisen ostotarjouksen tilanne, joka paikantaa *pörssiyhtiön*² niin määräysvaltamarkkinoiden (*market for corporate control*)³ kuin arvopaperimarkkinoiden konteksteihin ja edelleen Euroopan unionin (EU) sisämarkkinoille. Tutkimuskysymykseksi konkretisoituu tarkastelu siitä, kuinka kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaan eri tavoin ulottuvien vaikutuksien ostotarjouksia (*takeover bid*)⁴ on yritetty edistää.

Luonnollisesti tutkimusaihetta perustelee ostotarjoustilanne itsessään sen kohdeyhtiölle keskeisen merkityksen vuoksi.⁵ Tarkastelua tukee myös tutkimusintressi siitä, missä määrin arvioitaessa nimenomaan ostotarjousten edistämistä joudutaan samalla määrittämään ostotarjoustilanteen keskeisimmät intressitahot ja näiden intressien relatiivinen painoarvo. Tarkoituksena on siten arvioida, kuinka ostotarjoussääntelyn strategiat ilmentyvät eri punnintaratkaisuihin.⁶ Tarkastelussa pyritään myös havainnoimaan esille nousevia kriteerejä ja rajoitteita. Tavoitteena onkin eri punnintaelementtien painoarvojen voimasuhteiden kattava hahmotus. Tässä tutkimuksessa tarkastelu jaetaan eri tasoille, jotka ovat *osakeomistuksen taso*, *kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden taso* sekä *osakeinstrumentin*⁷ *taso*.

Osakeomistuksen tasolla tarkastellaan kohdeyhtiön määräysvaltdynamiikkaa muuttavaa tarjouksentekijän *stake building* -menettelyä.⁸ Arvioinnissa lähtökohtaista merkitystä on

¹ Lojaliteetin ja määräysvallan keskinäisdynamiikan voi katsoa perustellusti kiteytyvän osaltaan esimerkiksi seuraavassa siteerauksessa: ”Osakkeen tuottaman äänioikeuden määrä ja kohdentuminen määrittelevät määräysvallan yhtiössä. Määräysvallan vastinparina ovat säännöt, joilla määritellään määräysvallan kielletyn ja sallitun käytön rajat.” (Mähönen & Villa 2019, s. 7.)

² Osakeyhtiölain (OYL) 5 luvun 1 a §:n (14.12.2012/756) mukaan *pörssiyhtiöllä* tarkoitetaan OYL 5 luvussa osakeyhtiötä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa tarkoitettulla säännellyllä markkinalla.

³ Mähönen 2001, s. 152.

⁴ *Takeover bid* tarkoittaa ostotarjousta (HE 6/2006 vp, s. 9).

⁵ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 466.

⁶ Periaatteita sovelletaan yksittäistapauksissa punnitsemalla (Tuori 2002, s. 906). Näin on myös yleisistä opeista huolimatta, jolloin periaatteiden *prima facie* -järjestyksestä seuraa edellytys periaatteiden välisestä punninnasta yksittäisen tapauksen mukaisesti (Tuori 2002, s. 906 – 907).

⁷ Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 3, jossa osakkeen tarkastelun kontekstissa on ilmaistu *juridistekninen instrumentti*.

⁸ Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536. Tutkimuksen tarkastelutasojen kannalta juuri osakeomistuksen tason valinnaksi *stake buildingiä* tukee kyseisen menettelyn intressit. Niihin on liitetty juuri ”omistukseen perustuva” keino kohdeyhtiön valtaukselle (Knuts 2011, s. 221 – 222).

julkisten ostotarjousten ja sisäpiirisääntelyn relaatioilla.⁹ Tarkastelu tukee erityisesti se, että tulevaisuudessa toteutettavaa ostotarjousta koskevan julkistamattoman informaation hyödyntämisen on nähty mahdollisesti olevan sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen ”kaikkein klassisin esimerkki”.¹⁰ Sisäpiirisääntelyn merkittävyyttä tutkimusintressinä argumentoi osaltaan normien taustalla hahmotettava tematiikka *riskin ja tuoton* relaatiosta¹¹ sekä sisäpiirintiedon hahmottaminen *idiosynkraattisena riskietumatkana*¹², jotka tuovat oman ulottuvuutensa määräysvallan siirtymisen tarkastelua painottavaan arviointiin.

Toisella tarkastelutasolla eli kohdennuttaessa yhtiön sisäisiin relaatioihin huomio kohdistetaan kohdeyhtiön johdon positioon. Lähtökohtaisesti ostotarjoustilanteen osalta yhtiöjohtoa koskevat normitukset korostavat osakkeenomistajaposition¹³ huomiointia.¹⁴ Toisaalta oikeuskirjallisuudessa on nostettu esille kohdeyhtiön hallituksen mahdollisen merkittävän vaikutuksen näyttäytyminen ostotarjouksen edistämisenä tai estämisenä.¹⁵ Arvioitaessa johdon vaikutusta tarjouksen toteutumiseen¹⁶ herääkin kysymys

⁹ Ks. Knuts 2011, s. 219, jossa sisäpiirintieto on useilla tavoin kytkeytynyt julkisiin ostotarjouksiin ja tarjouksentekijällä potentiaalisesti on hallussaan useankaltaista sisäpiirintietoa.

¹⁰ Kurenmaa 2003, s. 137. Ks. myös Knuts 2011, s. 219, jossa julkiset ostotarjoukset ovat kiehtovia sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeusten kontekstissa. Häyrynen ja Parkkonen korostavat julkisten ostotarjousten kontekstissa olevan suurin riski sisäpiirintiedon käyttämiseen, mikä heijastuu ostotarjouks kontekstissa sisäpiirintiedon käyttämisen analysoinnin merkittävyytenä (Häyrynen & Parkkonen 2006, s. 41). Sisäpiirisääntelyn kannalta oleellista ostotarjousten suhteen on se, että ostotarjousten merkitys osakkeen kurssiin on voimakas, sillä markkinat eivät osaa ennakolta odottaa ostotarjousten ilmaantumista (Arshadi & Eysell 1993, s. 70).

¹¹ Taloudellisessa hahmotustavassa teoriassa riskin ja tuoton kesken on *symmetrinen korrelaatio*, jossa riskin kasvaessa tuotto-odotus kasvaa (Knuts 2011, s. 118 alaviite nro 258). Taloudellisesti hahmotettuna sisäpiirintieto järkyttää symmetristä korrelaatiota, koska sisäpiirintiedon avulla riskin vähentäminen ei vaikuta tuotto-odotukseen (Knuts 2011, s. 118, alaviite nro 258). Riskin ja tuoton keskinäinen tasapaino horjuu, koska riskietumatkan avulla sisäpiirintiedon hyödyntäjälle mahdollistuu pienempi riskinotto tuotto-odotusten säilyessä muuttumattomana (Knuts 2011, s. 118).

¹² Ks. Knuts 2011, s. 118, jossa tuodaan esiin, että arvopaperimarkkinoilla sisäpiirintieto on taloudellisesti hahmotettuna *idiosynkraattinen riskietumatka* sisäpiirintietoa hallussapitävälle markkinatoimijalle.

¹³ Osakeyhtiön kohdalla osakkeenomistajaposition voidaan hahmottaa investoijan roolina (Mähönen 2001, s. 177). Määräysvallan hankinnassa kyse voi olla kahden yhtiön välisestä tilanteesta. Esimerkiksi Koski ja af Schultén käsittelevät aikaisemman osakeyhtiölain aikaisessa teoksessaan kahden yrityksen välisiä yhteisrelaatiota ja tuovat esille, että tilanteessa, jossa toinen yhtiö hankkii määräysvallan toisesta yhtiöstä ei EOYL:ssa ole säännelty, vaan muodostunutta konsernirelaatiota normitetaan (Koski & af Schultén 1991, s. 278).

¹⁴ Ks. Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13, jossa tuodaan esille, että ostotarjouksen aikana hallituksen positiota tulee tarkastella yleisten yhtiöoikeudellisten periaatteiden kannalta ja lähtökohtana tulee olla ”yhtiön ja sen osakkeenomistajien etu”. Lisäksi yhtiöjohdon velvoitteiden kannalta keskeistä on, että kohdeyhtiön hallituksen saatua informaatiota vakavasti otettavasta julkisen ostotarjouksen aikeesta, hallituksella tulee olla tavoitteenaan päästä ”osakkeenomistajien kannalta parhaaseen mahdolliseen lopputulokseen” (Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13). OYL 1:8:n osalta HE 109/2005 vp:ssa tuodaan esille, että kohdeyhtiön osakkeiden ollessa julkisen ostotarjouksen kohteena ”yhtiön johdolla on velvollisuus pyrkiä osakkeenomistajien kannalta parhaaseen lopputulokseen”, minkä katsotaan viittaavaan tarpeelliseen menettelyyn parhaan tarjouksen synnyttämiseksi (HE 109/2005 vp, s. 41, ks. myös Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13).

¹⁵ Parkkonen & Knuts 2014, s. 596.

¹⁶ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 596.

asennoitumisen ja tarkastelutapojen merkityksestä.¹⁷ Esimerkiksi yritysvaltauksen¹⁸ kontekstissa on painotettu yhtiöjohdon sijaan osakkeenomistajien valtaa.¹⁹ Toisenlaista hahmotustapaa ilmentää yhtiöjohdon vapauden rajoittamista koskeva argumentaatio.²⁰ Kyseinen eroavuus muodostaa tutkimushypoteesin ostotarjousten edistämisstrategiassa aktualisoituvasta eri näkemysten punnintatarpeesta.

Ostotarjousten edistämisen arvioinnin kulminoittaa osakeinstrumentin tarkastelutaso, jossa huomio kohdentuu ostotarjousdirektiivin (direktiivi 2004/25/EY)²¹ 11 artiklan 4 kohdan läpimurtosäännökseen²² (*breakthrough rule*²³). Tutkimusintressiä selittää erityisesti läpimurtosäännöksen merkitys osake ja ääni -periaatteen kannalta.²⁴ On huomattava, että kyseiseen periaatteeseen liittyy universaalinen hahmotustapa sen merkityksestä tehokkaimpana keinona osakkeenomistajien keskinäiseksi vallan ja riskien jaoksi.²⁵ Tutkimuskysymyksen kannalta tarkastelua perustelevan argumentaation ydin on siinä, että yhtiöoikeudellisessa kontekstissa vallan käyttö, kontrolliomistaminen sekä osake ja ääni -periaate liittyvät määräysvaltaa koskevaan kilpailuun ja siirtoihin.²⁶

Eri tarkastelutasojen eriyttämisestä huolimatta tutkimusasetelma myös konstituoii niille lähtökohtaisen relaation. Tutkimuksessa nimittäin peilataan kaikkien tasojen merkitystä suhteessa kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvalttaan. Tällöin tarkastelutasojen jaottelun funktiona on eri tasoilta nousevien havaintojen itseisarvoisuuden sijaan ennemminkin pyrkiä painottamaan niiden myötä luotavaa kokonaisvaltaista hahmotustapaa,

¹⁷ Nimittäin yritysvaltausten osalta Immonen on tuonut esille, että kohdeyhtiön johdon *puuttumisen* valtauksen voi katsoa eriäviä näkemyksiä herättäväksi (Immonen 2018, s. 38).

¹⁸ Yritysvaltaus viittaa lähtökohtaisesti tilanteeseen, jossa tapauksesta riippuen kohdeyhtiön johdon ja enemmistöosakkeenomistajien osalta ei tueta määräysvallan hankintapyrkimyksiä (Immonen 2018, s. 37).

¹⁹ Ks. Immonen 2018, s. 38.

²⁰ Parkkosen ja Knutsin teoksessa kuvataan puolustautumiskeinoja rajoittavaa normistoa, joka vaikuttaa kohdeyhtiön hallituksen toimintavapauteen ”institutionaalisenä katapulttina”, ”joka nostaa päätöksenteon kohdeyhtiön organisaatiossa hallituksen ulottumattomiin” (Parkkonen & Knuts 2014, s. 595 Ks. Nyström 2016, s. 215 alaviite nro 122). Lisäksi erityisesti AML 11:14:n kontekstissa Parkkosen ja Knutsin teoksessa tuodaan esille, että ”kohdeyhtiön hallitukselle on asetettu implisiittinen tarjouksen edistämisvelvollisuus, joka on kirjoitettu rajaamaan hallituksen yhtiöoikeudellista mahdollisuutta estää tarjouta nojautumatta osakkeen omistajien kannanottoihin yhtiökokouksessa” (Parkkonen & Knuts 2014, s. 596).

²¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi julkisista ostotarjouksista, 21.4.2004, 2004/25/EY, EUVL L 142, 30.4.2004, s. 12 – 23.

²² Läpimurtosäännös-ilmisua käyttävät Mähönen ja Villa (Ks. Mähönen & Villa 2012, s. 159).

Ostotarjouskoodissa ostotarjousdirektiivin 11 artiklan osalta käytetään ilmaisua ”läpimurtolauseke” (Ks. Ostotarjouskoodi, s. 46). Normista käytetyt ilmaisut vaihtelevat, esimerkiksi Palm käyttää ilmaisua ”murtosäännös” (ks. Palm 2005, s. 339).

²³ Ks. COM(2012) 347 final, s. 10.

²⁴ Ks. SEC(2007) 1705, s. 58, jossa tuodaan esille, että läpimurtosäännöksen periaatteellisena taustana on pääoman ja kontrollin keskinäinen suhteellisuus.

²⁵ Vahtera 2011, s. 386.

²⁶ Vahtera 2011, s. 383.

mikä toteutuu tarkoituksenmukaisesti syventymällä kuhunkin tarkastelutasoon liittyviin erityisiin kysymyksiinsä. Tutkimuksessa pyritäänkin lopulta selvittämään, kuinka tarkastelutasojen erityispiirteiden relaatio ostotarjousten toteutumiseen vastaa kysymykseen siitä, *tuleeko ostotarjouksia ylipäänsä edistää*.

Tässä tehdyn tutkimuskysymyksen määrittämisen jälkeen siirrytään seuraavassa luvussa tarkemman näkökulman asettamiseen syventymällä tutkimusaiheen kontekstiin sekä erittelemällä tutkimuksen menetelmällisiä ratkaisuja. Tämän jälkeen kutakin tarkastelutasoa arvioidaan omissa luvuissaan, joiden käsittelyjärjestys noudattaa ostotarjouksen toteutumisen ajallista hahmotusta alkaen tarjouksentekijän stake buildingistä ja päättyen lopulta läpimurtosäännöksen osalta käsiteltyyn yhtiökokoustilanteeseen. Näkemykset kiteytetään tutkimuksen lopussa.

2 Tutkimuksen tarkastelukulman asettaminen

2.1 Tutkimusaiheen kontekstin hahmotus

Tutkimuksen tarkastelukulman asettamisessa heijastuu tutkimuskysymys, jonka ulottuvuuden osalta on tarkoituksenmukaista aluksi täsmentää tutkimusaiheen rajoja.²⁷ Vaikka ostotarjouksia voitaisiin tarkastella Yhdysvaltoihin – varsinkin Delawaren osavaltioon²⁸ – kohdentamalla, tässä tutkimuksessa on kuitenkin valittu pääasialliseksi lähtökohdaksi EU:ta koskeva tarkastelu. Sitä kuitenkin täydentää sisäpiirisääntelyä arvioivan osakeomistuksen tason myötä Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden konteksti. EU:n ja Yhdysvaltojen sisällyttäminen mahdollistaa myös niiden osalta tutkimuksen tematiikkaa argumentoivan syventymisen tutkimusaiheeseen, mikä ennen kaikkea pohjustaa tarkastelutasojen erillisarviointia.²⁹ Syventävää kontekstin hahmotusta toteutetaan seuraavaksi sääntely-ympäristön tarkastelulla kohdentamalla aluksi EU:n vaikutuksen tunnistamiseen.³⁰

Ostotarjousten edistämisen tarkastelua etenkin sisäpiirisääntelyn kontekstissa tukee nykyinen EU-oikeudellinen normitus asetuksentasoisen³¹ markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivin³² (MAD II) myötä. Uutta sääntely-ympäristöä ilmentävät niin ikään myös MIFIR eli rahoitusvälineiden markkinat -asetus³³ ja MIFID II eli rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi³⁴. Myös selkeämmin osakeyhtiöoikeuden kannalta on tapahtunut EU-oikeudellista muutosta. Nykyään merkityksellisenä voidaan pitää direktiiviä (EU)

²⁷ Ks. Minkkinen 2017, s. 919.

²⁸ Ks. esim. Nyström 2016, s. 127 – 157.

²⁹ Ks. myös Minkkinen 2017, s. 919.

³⁰ Tässä tehtävän tutkimusaiheen kontekstin hahmottamisen painoarvoa selittää osaltaan Knutsin esille tuoma arvopaperimarkkinoiden luoman *toimintaympäristön* hahmotuksen merkitys sisäpiirisääntelyn arvopaperimarkkinoiden ohjauskeinofunktion toimivuudelle (Ks. Knuts 2011, s. 12 - 13).

³¹ Ks. asetuksista Ojanen 2016, s. 43 – 45. Asetukset kuuluvat *kansallista oikeutta yhtenäistävän EU-sääntelyn* kontekstiin, jossa unionin yhtenäisyyteen pyrkivät intressit näyttäytyvät jäsenmaiden omien ratkaisumahdollisuuksien minimoimisena (Ks. Ojanen 2016, s. 41, ks. myös s. 44).

³² Merkitystä EU:ssa on annettu myös finanssipalveluiden kontekstissa tehtävälle seuraamusjärjestelmien vahvistamiselle, josta on annettu komission tiedonanto KOM(2010) 716 lopullinen. Siinä EU:n tavoite *finanssipalvelujen sisämarkkinoiden* synnyttämisestä tuodaan nimenomaisesti esille (KOM(2010) 716 lopullinen, s. 2).

³³ Esim. MIFIR:in johdanto-osan kuudennessa perustelukappaleessa korostetaan tärkeyttä varmistua mm. siitä, että ”kaikkia kauppapaikkoja säännellään asianmukaisesti” (MIFIR, johdanto-osan kuudes perustelukappale, EUVL L 173, s. 85).

³⁴ Esim. MIFID II:n 24 artiklan 1 kohdassa veloitetaan jäsenvaltioiden vaativan sijoituspalveluyrityksiltä menettelyä, jonka osalta nimenomaisesti mainitaan rehellisyys, tasapuolisuus ja ammattimaisuus (MIFID II, EUVL L 173, s. 405).

2017/1132³⁵. Se on kumonnut *cross-border -sulautumisdirektiivin*³⁶ (direktiivi 2005/56/EY) ja *uutena pääomadirektiivinä*³⁷ (direktiivi 2012/30/EU) tunnetun direktiivin. Toisaalta keskeinen direktiivi on edelleen *avoimuusdirektiivin muutosdirektiivi*³⁸ (direktiivi 2013/50/EU). EU-sääntelyn tarkastelua tukee normituksen tavoitteet unionitasolla. Esimerkiksi EU:n jäsenmaiden kansallisten yhtiöoikeudellisten normistojen yhtenäistämistä selittävät osaltaan rajat ylittävien toimien potentiaalisten juridisten ongelmien vähentämispyrkimyksistä.³⁹

Sääntely-ympäristön tarkastelussa on perusteltua huomioida myös normittajat. Sääntelytoiminnan kannalta huomionarvoinen on etenkin EU:n arvopaperimarkkinaoikeuden osalta keskeinen ESMA⁴⁰ (European Securities and Markets Authority) ja sen luoma normitus.⁴¹

ESMAN merkitys konkretisoituu tämän tutkimuksen kannalta erityisesti MAR:in osalta. ESMA on mm. antanut siitä täsmennystä.⁴² Lisäksi ESMA:lla on MAR:ia

³⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi tietyistä yhtiöoikeuden osa-alueista (kodifikaatio), 14.6.2017, (EU) 2017/1132, jonka johdanto-osan neljännen perustelukappaleen mukaan: ”Julksen osakeyhtiön yhtiöjärjestyksen tai perustamiskirjan on oltava unionissa sellainen, että jokainen asiasta kiinnostunut voi tutustua yhtiötä koskeviin perustietoihin, mukaan lukien sen pääoman tarkka rakenne” (EUVL L 169, s. 48).

³⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi pääomayhtiöiden rajatylittävistä sulautumisista, 26.10.2005, 2005/56/EY. Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 26 ja s. 85. Sen johdanto-osan ensimmäisessä perustelukappaleessa argumentoidaan eri jäsenmaissa toimintaa harjoittavien pääomayhtiöiden yhteistoiminnan ja keskittymisen tarpeesta ja todetaan samalla rajatylittävien sulautumisten kannalta olevan hankaluuksia lainsäädännön ja hallinnon osalta EY:n sisäisesti, minkä katsotaan perustelevan EY-normitusta rajatylittävien sulautumisten ja sisämarkkinatoiminnan edistämiseksi (Cross-border-sulautumisdirektiivi, EUVL L 310, s. 1).

³⁷ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 86. Direktiivin johdanto-osan viidennessä perustelukappaleessa turvataan pääoman säilymistä: ”Olisi vahvistettava unionin säännökset sen pääoman säilyttämisestä, joka on velkojien saatavien turvana, ja erityisesti olisi kiellettävä kaikenlainen pääoman alentaminen jakamalla sitä osakkeenomistajille, jos nämä eivät ole siihen oikeutettuja, sekä asetettava rajoituksia yhtiön oikeudelle hankkia omia osakkeitaan” (Uusi pääomadirektiivi, EUVL L 315, s. 74).

³⁸ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 87. Sen johdanto-osan 12 perustelukappaleessa todetaan muun muassa seuraavaa: ”Yhdenmukaistetulla järjestelmällä, joka koskisi huomattavien äänioikeuksien omistusosuuksien julkistamista erityisesti laskettaessa yhteen osakeomistusten ja rahoitusvälineiden omistukset, lisättäisiin oikeusvarmuutta, parannettaisiin avoimuutta ja vähennettäisiin rajatylittävää toimintaa harjoittavien sijoittajien hallinnollista rasitusta” (Avoimuusdirektiivin muutosdirektiivi, EUVL L 294, s. 15).

³⁹ Sillanpää 2017, s. 543. EU onkin tarttunut erinäisiin problemaattisuuksiin. Aikoinaan corporate governancen kontekstissa komission näkemyksissä omistajaohjausta koskevien kansallisten poikkeamien on nähty mahdollisesti synnyttävän epävarmuutta ja lisäkustannuksia liikkeeseenlaskijoille ja sijoittajataholle, minkä on katsottu edellyttävän ratkaisua EU:n pääomamarkkinoiden onnistuneen yhdentymisen edesauttamiseksi (KOM(2003) 284 lopullinen, s. 11). Kansallista vaihtelevuutta on ollut myös arvopaperimarkkinoiden kohdalla. Ennen MAR:ia on nimittäin todettu olevan jäsenvaltioiden kesken merkittävästi eroja sisäpiirikauppoja ja markkinoiden manipulointia koskevien tekujen rikoksiksi määrittelyssä (KOM(2011) 654 lopullinen, s. 3). Kuitenkin sisäpiirisääntelyn EU-tausta on sinänsä aikaansaanut eri jäsenvaltioiden välisten sisäpiirisääntelyjen yhdenmukaisuutta (Ks. Knuts 2011, s. 6).

⁴⁰ <https://www.esma.europa.eu/> (22.12.2019).

⁴¹ Ks. van Rijsbergen 2014, s. 131.

⁴² ESMAN antama täsmennys MAR:ista on esim. Questions and Answers - On the Market Abuse Regulation [MAR], Versio 14, jossa ilmenee ohjeistusta mm. sisäpiiritiedon julkistamisesta (ks. s. 11 – 18). Esimerkiksi tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijan sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen jälkeen sisäpiiritiedon määrittelmä ei enää täyty, tilanteessa tällöin MAR artikla 17(1):n soveltumattomuuden vuoksi ei myöskään kohdennu liikkeeseenlaskijaan tyyppilliset julkistamisen lykkäämisen jälkeiset velvoitteet suhteessa markkinoille ja viranomaisille (ESMA70-145-111, s. 13 – 14).

koskevia suuntaviivoja⁴³. Toisaalta ESMAn luomien suuntaviivojen ja suositusten oikeusperustan osalta van Rijsbergen on nostanut esille epäselvyyden soft law:lla normitettavien asioiden piiristä ESMAn perustavan asetuksen lähtökohtaisesta normituksesta huolimatta.⁴⁴ On myös huomattava, että ESMA:lla on lisäksi valvontatehtäviä.⁴⁵

Sääntelyn osalta Suomessa on huomattava myös muut normittajat ja niiden merkitys. Omanlaisensa sääntelytehtävä on Suomessa Finanssivalvonnalla (Fiva).⁴⁶ Lisäksi ostotarjouskoodin myötä esille nousee myös Arvopaperimarkkinayhdistys ry⁴⁷, johon liittyy lisäksi keskeistä corporate governance -normitusta.⁴⁸ Tältä osin onkin huomioitava aikaisemman Hallinnointikoodin 2015⁴⁹ sijaan uutta sääntelytilaa ilmentävä Hallinnointikoodi 2020⁵⁰. Omaa normitustaan on myös Helsingin pörssillä, jonka osalta voidaan mainita Pörssin säännöt.⁵¹

Edellä on käsitelty tutkimuksen sääntely-ympäristöä ja sen normittajia EU:n ja Suomen kannalta. Tutkimuksen osakeomistuksen tasolla tarkasteltavassa stake building -poikkeuksessa tuodaan esille myös Yhdysvaltojen sisäpiirisääntelyä ja -teoriaa. Tämän vuoksi on perusteltua eritellä keskeisiä lähtökohtia myös Yhdysvaltojen pörssitoiminnasta⁵² ja sisäpiirinormituksesta.⁵³

⁴³ Suuntaviivoja on annettu osaltaan mm. sisäpiirintiedon julkistamisen lykkäämisestä. ESMA on esimerkiksi eritellyt tilanteita, jolloin julkistamisen viivästys todennäköisesti on harhaanjohtavaa; yksi tilanne on sellainen, jossa julkistamisen lykkäämisen harkinnan kohteena oleva sisäpiirintieto poikkeaa markkinoiden odotuksista, joiden syntymiseen liikkeeseenlaskija on itse myötävaikuttanut (ESMA/2016/1130, s. 18). ESMAn suuntaviivoihin liittyy tietynlainen tulkintavara. ESMA tuo nimittäin esille, ettei tietynlaatuisen informaation yhtenevyys tai erilaisuus suoraan listassa olevaan nähden määritä arvioitavan tiedon sisäpiiritieto-luonnetta (ESMA/2016/1412, s. 5).

⁴⁴ van Rijsbergen 2014, s. 131.

⁴⁵ <https://www.esma.europa.eu/supervision/supervision> (22.12.2019).

⁴⁶ Fivalla on normitusta esimerkiksi tiedonantovelvollisuudesta. Säänneltyjen tietojen julkistamisesta on määräyksen kohdat 4 – 8, 4 kohdassa muun muassa velvoitetaan säänneltyjen tietojen toimittamisesta ”täydellisinä ja muokkaamattomina” medialle (Määräykset ja ohjeet 6/2016, kohta 4, s. 9).

⁴⁷ Ks. <https://cgfinland.fi/> (22.12.2019)

⁴⁸ Corporate governancea ja sen merkitystä voisi tarkastella useilla tavoilla. Esimerkiksi Gilson liittyy corporate governancen järjestelmän institutionaaliseen puitteisiin yhdeksi mahdolliseksi merkitykseksi yhtiön sopeutumiskyvyn edistämisen kilpailullisissa olosuhteissa (Gilson 1994 s. 133).

⁴⁹ Vuoden 2015 hallinnointikoodissa käsitellään mm. *vahvoja vähemmistöoikeuksia*, joiden kontekstissa tarkastellaan *vähintään 10 %:n yhtiön osakkeista omistavien oikeuksia* (Hallintokoodi 2015, s. 14).

⁵⁰ Osakkeenomistajan oikeudet -muutosdirektiivi on uuden hallinnointikoodin taustalla; koodissa sovelletaan ”noudata tai selitä -periaatetta” (Hallinnointikoodi 2020, s. 8 - 9).

⁵¹ Pörssin säännöt, 4.6.2019, s. 2, jossa tuodaan esille, että osakkeiden kohdalla on toteutettu harmonisaatiota Nasdaq Nordic -pörssien kesken.

⁵² Ks. vastaavasti Knuts 2011, s. 12 edellytyksestä hahmottaa arvopaperimarkkinat toimintakontekstina sisäpiirisääntelyn ohjauskeinofunktion vuoksi.

⁵³ Ruotsin sisäpiirisääntelyn kehitystä on mahdollista tässä tutkimuksessa käydä läpi vain yleispiirteisesti tutkimuksen rajauksen vuoksi. Huomionarvoista sinänsä Ruotsin kehityksessä on EU-oikeuden vaikutus. Ennen vuotta 1972 Ruotsissa ei ollut säännelty sisäpiirikaupoista (insiderhandel). Ensimmäinen sisäpiirikauppojen osalta relevantti laki oli 1971:827 om registrering av aktieinnehav. Laila LVMP eli lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden kiellettiin sisäpiirikaupat (Afrell & Haag & Klahr & Walldén 1991,

Aluksi tarkastellaan Yhdysvaltojen pörssitoiminnan kehittymistä. Lailla *Securities Exchange Act of 1934* mm. synnytettiin SEC.⁵⁴ Lyhennelmän sijaan myös nimellä *U.S. Securities and Exchange Commission* tunnettuna se suorittaa mm. sääntelyllisiä toimia.⁵⁵ On kuitenkin huomattava, ettei kongressi tarkoittanut SEC:in asettamisella korvata vaihdantapaikkojen itsesääntelyä. Onkin huomattava, että The New York Stock Exchange (NYSE) oli ollut toiminnassa jo 140 vuotta ennen lakia *Securities Exchange Act of 1934* ja luonut tällöin normejaan ja sanktioitaan jäsenilleen.⁵⁶

Yhdysvalloissa pörssin muotoutumiseen liittyy sinänsä melko monivaiheinen historia. New Yorkin Wall Streetilla on ollut toimintaa nimittäin jo 1792. Toisaalta New York Stock & Exchange Board (NYS&EB) perustettiin vuonna 1812.⁵⁷ Merkityksellistä vaiheita ilmenee myös tarkasteltaessa kehitystä 2000-luvun vaiheiden kautta. Esimerkiksi Intercontinental Exchangen⁵⁸ synty ajoittuu vuoteen 2000 ja liittyy OTC-energia markkinoihin.⁵⁹ On myös huomattava ICE⁶⁰, joka sai tehtyä pörssilistautumisensa (IPO, Initial Public Offering) NYSEen⁶¹ vuonna 2005. NYSEn osalta yhtenä keskeisenä vaiheena voidaan pitää vuotta 2007, jolloin NYSE Group ja Euronext sulautuivat muodostaen NYSE Euronext:n, ensimmäisen transatlanttisen pörssiryhmittymän.⁶² Kehitys tuo hyvin esille järjestäytymisen laajentumisen. NYSEn ohella tulee huomioida myös Nasdaq⁶³. Sen osalta keskeisenä voidaan pitää New Yorkissa (4 Times Square) olevaa Nasdaq MarketSitea.⁶⁴ Nasdaqin kehityksessä alku voidaan paikantaa 1970-luvulle. Vuonna 1971 The National Association of Securities Dealers (NASD) aloitti Nasdaqin toiminnan. NASD on yhteistyössä SEC:n kanssa ja edistää hyvää menettelyä OTC⁶⁵ toimijoiden osalta.⁶⁶ Kokoavasti oleellista on siis

s. 20.) Insiderlagen (1990:1342) tuli voimaan Ruotsissa 1.2.1991 (Afrell & Haag & Klahr & Walldén 1991, s. 13). Esitys Prop. 1990/91:42 om insiderhandel toi ehdotuksen sisäpiirisääntelyn uudeksi lainsäädännöksi (Prop. 1990/91:42, s. 3). Merkityksellinen on osaltaan insiderstrafflag (2000:1086). 2000-luvulla on myös huomionarvoista kehitystä sisäpiirisääntelyssä, kuten lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, jossa sisäpiiririkoksia (insiderbrotten) koskivat 2 § - 7 §. EU:n vaikutus ilmenee selkeästi viime vuosien lakimuutosten osalta. Nimittäin Prop. 2016/17:22 ehdotuksen tavoite liittyy MAR:in myötä tulleisiin jäsenvaltioiden normitusten muuttamiseen, joiden osalta ehdotuksessa tuodaan esille uusi laki (kompletteringslagen) (Prop. 2016/17:22, s. 1). Kyseiseen esitykseen liittyy mietintö 2016/17:FiU14 ja mietinnön ydin on kahden uuden lain eli kompletteringslagen ja ”en lag om straff för marknadsmissbruk” hyväksyminen (2016/17:FiU14, s. 1). Nykyisen Ruotsin sääntelyn osalta voidaan mainita lag (2016:1307) om straff för marknadsmissbruk på värdepappersmarknaden. Lain 2 kap. koskee rangaistussäännöksiä, joihin kuuluu 1 § ja 2 § koskien ”Insiderbrott”. Ruotsin kehityksen ohella onkin huomattava EU:n vaikutus Suomen nykyiseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan RL 51:1:n sisältöön (ks. HE 65/2016 vp, s. 44).

⁵⁴ Arshadi & Eyssell 1993, s. 18. Ks. <https://www.sec.gov/> (linkki 22.12.2019).

⁵⁵ <https://www.sec.gov/rules.shtml> (22.12.2019)

⁵⁶ Arshadi & Eyssell 1993, s. 24.

⁵⁷ <https://www.intercontinentalexchange.com/about> (22.12.2019).

⁵⁸ <https://www.intercontinentalexchange.com/index> (22.12.2019).

⁵⁹ <https://www.intercontinentalexchange.com/about> (22.12.2019).

⁶⁰ <https://www.theice.com/index> (22.12.2019).

⁶¹ <https://www.nyse.com/index> (22.12.2019).

⁶² <https://www.intercontinentalexchange.com/about> (22.12.2019).

⁶³ <https://www.nasdaq.com/> (22.12.2019).

⁶⁴ <https://www.nasdaq.com/marketsite> (22.12.2019).

⁶⁵ Over-the-counter (OTC) (Ks. Arshadi & Eyssell 1993, s. 24).

⁶⁶ Arshadi & Eyssell 1993, s. 24.

Yhdysvaltojen kohdalla tunnistaa sekä NYSE:n että Nasdaqin merkitys osana toimintakontekstia.⁶⁷

Pörssitoiminnan kehittymisen ohella omanlaisensa kehitys on Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden *sääntelyä* tarkasteltaessa. Merkitystä normituksen kehittymiseen on ollut historian vaiheilla. Voidaan mainita vuoden 1929 pörssiromahdus.⁶⁸ Tarkoituksena vuoden 1933 laille oli luoda oikeudellinen puitteisto arvopaperimarkkinoille ja turvata arvopaperimarkkinoita.⁶⁹ Toisaalta varsinaisesti sisäpiirisääntely ajoittuu myöhempään kehitysvaiheeseen. Yhdysvalloissa sisäpiirisääntelyn alku voidaan paikantaa 1960-luvulle, jolloin SEC:in ja oikeuskäytännön taholta tulleen sisäpiiriläisiä (tarkemmin *company insiders* -toimijoita) koskevan normatiivisuuden perustana on toiminut Rule 10b-5.⁷⁰ Kyseisen säännöksen SEC omaksui vuonna 1942.⁷¹ Rule 10b-5 ei nimenomaisesti sisällä sisäpiirikauppojen kieltoa, vaan soveltamisala muodostuu sanamuodon tulkinnallisesta laajuudesta.⁷²

Tulkinnallisesta laajuudesta on ollut toisaalta myös seurausvaikutuksia. Hankaluuksia on nimittäin muodostunut Rule 10b-5:n soveltamisalan osalta suhteessa yhtiön ulkopuolisiin sisäpiiriläisiin (*market insiders*), jolloin tuomioistuimet ovat joutuneet pohtimaan doktrinaalisessa kontekstissa sisäpiirikaupan hahmottamista petollisena menettelynä ("forced the courts to re-examine the doctrinal bases for treating insider trading as fraudulent conduct"), mikä on synnyttänyt teorian *equal access theory*, *fiduciary duty theory* ja *misappropriation theory*.⁷³ Kraakman on myös tuonut esille, että Yhdysvalloissa lainsäädäntökontekstissa arvioiden aikoinaan ensinnäkään sisäpiirinormituksen ohjausperusta ei ole ollut runsasta eikä myöskään teorian osatekijöiden määrittäminen ole ollut yksiselitteistä.⁷⁴ Tämän tutkimuksen rajauksen vuoksi ei kuitenkaan ole mahdollista vertailla Yhdysvaltojen teoreettisten näkemysten suhteutumista Suomen kohdalla sisäpiirinormituksen teoriaksi pelkistettyyn *jännitteeseen sallitun ja kielletyn informaatioedun* kesken.⁷⁵

2.2 Normatiivinen legitimiisyys tarkastelukulmassa

Tutkimusaiheen kontekstiin syventymisen jälkeen on perusteltua määrittää tutkimuksen tarkastelukulma ja eritellä siinä korostuvia näkökohtia ennen metodologisia ratkaisuja.⁷⁶ Tässä tutkimuksessa tutkimusaiheen kohdentuminen ostotarjousten edistämiseen sisältää

⁶⁷ Ks. Knuts 2011, s. 12 toimintakontekstina toimivan arvopaperimarkkinoiden hahmotuksen merkityksestä sisäpiirisääntelyn ohjauskeinofunktion kontekstissa.

⁶⁸ Ks. Arshadi & Eysell 1993, s. 19.

⁶⁹ Arshadi & Eysell 1993, s. 19.

⁷⁰ Kraakman 1991, s. 40.

⁷¹ Arshadi & Eysell 1993, s. 45.

⁷² Kraakman 1991, s. 40.

⁷³ Kraakman 1991, s. 40.

⁷⁴ Kraakman 1991, s. 39.

⁷⁵ Knuts 2011, s. 10.

⁷⁶ Metodit tulee valita tutkimusongelmasta käsin (Minkkinen 2017, s. 919).

implisiittisen näkemyksen tietynlaisesta tavoitteesta ja sen toteutumisen tarkastelusta.⁷⁷ Tutkimus sivuaakin tietyssä määrin lainsäädännön *tarkoituksenmukaisuutta*.⁷⁸ On toisaalta huomattava Adhcroftin ja Loven esittämä näkemys:

“Takeovers and the operation of the market for corporate control can have significant consequences for the allocation of resources and the well-being of the nation which transcend the effects on the companies directly concerned. There is, therefore, a legitimate justification for public interest in what are essentially private transactions.” (Ashcroft & Love 1993, s. xiii, alleviivaus tässä).

Näkemyksessä siis ostotarjousten ja määräysvaltamarkkinoiden kontekstissa nousevat esille legitiimisyys ja justifikaatio. Tässä tutkimuksessa onkin valittu ratkaisuksi tarkastella ostotarjousten toteutumisen tematiikkaa Tuorin teoksessa eritellyn *normatiivisen legitiimisyyden*⁷⁹ kautta. Valinta perustuu myös siihen, että lainsäädäntöstrateginen ote ja erityisesti EU-oikeuden asema⁸⁰ tuovat tarkastelun keskiöön juuri *legitiimisyysuhteessa* keskeisen *legitiimisyysyleisön* positiota korostavien *legitiimisyyskriteerien* merkityksen.⁸¹ Lisäksi normatiivinen legitiimisyys tunnistaa tarvittaessa tämän tutkimuksen kannalta keskeisen EU:n osalta sen toimivallan oikeuden syvärakenteeseen kuuluvan *demokratiaperiaatteen* kautta.⁸²

⁷⁷ Ks. esim. Davies 1991, s. 253.

⁷⁸ Arvioinnissa on siten tässä tutkimuksessa kyse tietyssä määrin samojen elementtien hyödyntämisestä metodisina keinoina, joita varsinaiseen säädöksen tarkoituksenmukaisuuden valvontaan on jo aikoinaan katsottu liittyvän. *Säädöksen tarkoituksenmukaisuuden valvonnalla* on mahdollista viitata yleisellä tasolla säädöksen sisällön ja tavoitteiden keskinäisen vastaavuuden valvontaan ja siihen, että tavoitteet kyetään kustannukset minimoiden toteuttamaan säädöksen sisältämien oikeusnormien myötä (Hidén 1974, s. 25). Tarkoituksenmukaisuuden voidaan katsoa perustelevan esimerkiksi transaktiokustannusanalyysiä. Transaktiokustannusanalyysi tarkastelee transaktioita ja sopimuksia sekä painottaa yhtiöiden sidosryhmäsuhteita (Rapakko 1997, s. 37).

⁷⁹ Ks. Tuori 2000, s. 261 – 262. Normatiivinen legitiimisyys tarkoittaa *hyväksyttävyyttä*, ts. *hyväksymisenarvoisuutta* (Tuori 2000, s. 261). Legitiimisyys sinänsä ilmenee eri ulottuvuuksissa.

Esimerkiksi Telaaranta on arvopaperin käsitettä tarkastellessaan todennut velkakirjan merkitystä arvioidessaan arvopaperin olevan keskeinen *legitiimaativäline* viitaten siihen, että asiakirjan hallussapito lahjan antajalla mahdollistaa tälle sitä koskevan oikeuden käyttämisen yksinoikeuden (Telaaranta 1981, s. 21, ks. myös s. 20).

⁸⁰ Havainnollistavaa on *Costa v. ENEL* -tapauksen (6-64) hahmotus aikaisemman yhteisön ja jäsenvaltioiden toimivallan perushahmotustavasta, ks. tuomio 15.7.1964, *Costa v. ENEL*, 6-64, EU:C:1964:66, s. 217, jossa ”Perustamalla rajoittamattomaksi ajaksi yhteisön, jolla on omat toimielimet, oikeushenkilöllisyys, oikeuskelpoisuus, kelpoisuus edustaa itseään kansainvälisissä yhteyksissä ja todellista toimivaltaa, joka perustuu jäsenvaltioiden toimivallan rajoittamiseen tai siirtämiseen yhteisölle, jäsenvaltiot ovat rajoittaneet suvereneja oikeuksiaan, tosin rajatuilla aloilla, ja luoneet säännöstön, jota sovelletaan niiden kansalaisiin sekä jäsenvaltioihin itseensä”. Ks. Melander 2015, s. 111. Tapauksella on liittynyt lojaliteettiperiaatteeseen; Ks. Knuts 2011, s. 97 alaviite nro 210. Keskeisiä ovat myös tapauksen *van Gend & Loos* (26/62) linjaukset: ”- yhteisö muodostaa kansainvälisessä oikeudessa uuden oikeusjärjestyksen-” (Tuomio 5.2.1963, *van Gend & Loos*, 26/62, EU:C:1963:1, s. 167). Tapaus on ollut osa lojaliteettiperiaatteen syntyhistoriaa EU:ssa, ks. Knuts 2011, s. 97 alaviite nro 210). *Van Gend en Loos* -tapauksessa linjattiin ensi kertaa välittömästä vaikutuksesta (Hartley 2003, s. 197).

⁸¹ Ks. Tuori 2000, s. 264.

⁸² Ks. Tuori 2000, s. 263. Varsinaisesti jo demokratia itsessään on keskeinen legitimaation kannalta, nimittäin ks. Gérald 1997, s. 177, jossa: “Democracy implies the legitimacy of an unending debate on the justifications of rules and institutions”. EU-oikeuden osalta ei *prima facie* voida sivuttaa temaattista läheisyyttä myös

Tämän tutkimuksen sääntelystrategiaan kohdentuvan intressin kannalta normatiivisen legitimiisyyden tai siihen kiinteästi kuuluvien *hyväksyttävyyden*⁸³ tai *justifioitavuuden*⁸⁴ sinänsä voi katsoa saavan myös pragmaattisemman muodon. Näiden voi nimittäin nähdä lähenevän aiheeltaan niitä funktioita, joita EU-oikeudelliseen *tarpeellisuustestiin* on liitetty.⁸⁵ Tutkimuksen kannalta onkin huomattava EU:n eksplisiittiset sääntelyintressit ostotarjousten osalta.⁸⁶ Tämän myötä on kussakin tutkimuksen tarkastelutasossa erityisesti kiinnitettävä huomiota EU:n intresseihin ja arviointiin siitä, miten *eurooppalainen konstitutionalismi*⁸⁷ tai *negatiivinen integraatio*⁸⁸ ilmentyy kullakin tasolla.⁸⁹ Normatiivisen legitimiisyyden kohdalla on myös huomioitava rikosoikeuden legitimaation tarve.⁹⁰ Kokoavasti todeten ostotarjousten lainsäädännöllisiä edistämisyrittämyksiä onkin tässä tutkimuksessa perusteltua hahmottaa normatiivisen legitimiisyyden kautta tarkasteltavana *suhteena* legitimiisyyden ja legitimiisyyden välillä.⁹¹

Normatiivinen legitimiisyys tulee suhteuttaa myös muiden tutkimusaiheen esille nostamiin seikkoihin. Tällainen on etenkin *arvosidonnaisuus*. Arvot on nimittäin nostettu esille nimenomaan yritysvaltausten kontekstissa; Nuolimaan mukaan asennoituminen

suvereniteettia koskeviin kysymyksiin. Esimerkiksi Jääskisen vuoden 1996 aikaisesta artikkelista ilmenee, kuinka kansallisella tasolla EU:n legitimitiiteitä koskevat problematiikat suhteessa mm. kansalliseen suvereniteettiin on ollut yksi julkisen diskurssin kohde (Jääskinen 1996, s. 222). On myös hahmotettavissa, ettei argumentaatio rikosoikeuden relaatiosta kansalliseen suvereniteettiin saa liiallista huomiota, vaikka relaatio itsessään yleensä nostetaan esille (Melander 2010, s. 55 alaviite nro 2).

⁸³ Tuori 2000, s. 261.

⁸⁴ Tuori 2000, s. 263.

⁸⁵ Ks. Raitio 2016, s. 217, jossa EU-lainsäädäntötoimiin ryhtyessä *tarpeellisuustesti* edellyttää komission harkitsevan ennen normitustoimenpiteitä unionin toimimisen mahdollisuutta, velvollisuutta ja tapaa. Toissijaisuusperiaate ja suhteellisuusperiaate ilmentyvät EU-oikeudellisessa tarpeellisuustestissä johdetun oikeuden osalta (Raitio 2016, s. 217).

⁸⁶ Ks. esim. ostotarjousdirektiivin johdanto-osan kaksi ja kolme perustelukappaleet (Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 12).

⁸⁷ Ks. Ojanen 2016, s. 1, jossa tuodaan esille eurooppalainen konstitutionalismi ”*European constitutionalism*”. Konstitutionalismista tarkoitettaessa voidaan puhua myös perustuslaillistumisesta tai valtiosääntöistymisestä (Ojanen 2016, s. 1 – 2).

⁸⁸ Negatiivinen integraatiolla on mahdollista viitata siihen, että EU:n talouden ulottuvuuteen kuuluvat perusvapaudet ja muu EU-oikeus epäsuorasti ilmentyy kansalliseen normitukseen, vaikka se olisi lähtökohtaisesti jäsenmaan toimivallan alassa (Rosas 2008, s. 289).

⁸⁹ Esimerkiksi EU-talousrikosoikeuden kontekstissa Melander on vuonna 2012 katsonut, että rikosoikeuskirjallisuudessa olisi hyvä arvioida EU-oikeuden tehokkuusargumentaation merkitystä talousrikosoikeuden tulkinnassa (Melander 2012, s. 515).

⁹⁰ Legitimaation tarve perustuu rikosoikeuden vahvalla kytkennällä perus- ja ihmisoikeuksiin (Melander 2016, s. 19). Legitimaation voi katsoa heijastuvan myös kriminaalipolitiikkaan. Nimittäin komission tiedonannossa KOM(2011) 573 tuodaan esille, että kriminaalipolitiikan luomisessa on huomioitava EU:n kansalaisten tarpeet sekä vapauden, turvallisuuden ja oikeuden alueen muodostamisen synnyttämät kriteerit huomioiden samanaikaisesti toissijaisuusperiaate sekä periaate, jonka linjauksena rikosoikeuden hyödyntäminen on viimesijainen menetelmä (KOM(2011) 573, s. 12). Legitimiisyyden voisi suhteuttaa myös abolitionismiin; kriminaalipoliittisessa kontekstissa *abolitionismi* pyrkii rikosoikeudellisen systeemin eliminointiin ilman kompensoivaa systeemiä (Hirvonen 1994, s. 89 – 90).

⁹¹ Ks. Tuori 2000, s. 265.

yritysvaltauksiin on pitkälti kytkeytynyt arvoihin.⁹² Arvot nousevat esille myös sisäpiirisääntelystä; sallitulla ja kielletyllä informaatioedulla tavoitellaan tiettyjen yhteiskunnallisten arvojen turvaamista ja näillä arvoilla sekä niiden keskinäisellä toiminnalla on merkitystä sisäpiirisääntelyn tulkinnessa.⁹³ Arvosidonnaisuutta voi katsoa ilmentyvän myös osakeyhtiöiden parista.⁹⁴

Arvosidonnaisuus heijastuu tässä tutkimuksessa kuitenkin kaikkein vahvimmin lähtökohtana olevan lojaliteetin ja määräysvallan erilaisten tarkastelujen kautta. Tutkimuksessa pyritäänkin implisiittisesti paikantamaan kyseisten elementtien asemoituminen oikeuden eri kerroksiin⁹⁵. Tällöin herääkin kysymys, missä määrin normatiivinen legitimiisyys sisällyttää tutkimuksen tarkastelemien aiheiden luonteenomaisen arvosidonnaisuuden kontekstiinsa.

Arvosidonnaisuus vaikuttaa heijastuvan omalla tavallaan normatiivisen legitimiisyyden kohdalla. On erityisesti huomattava, että Tuorin hahmotuksessa normatiivinen legitimiisyys kulminoituu lähtökohtaisesti *moraalisiin ja eettisiin kriteereihin*.⁹⁶ Myös näiden osalta tutkimuksen tarkastelutasot tarjoavat jopa hieman yllättävästi vahvan edellytyksen. Tyypillisesti moraalit on nostettu esille ennen kaikkea rikosoikeudessa.⁹⁷ Sen sijaan juuri tämän tutkimuksen kannalta keskeinen talousrikosoikeus vaikuttaa olevan epäselvempi.

⁹² Nuolimaa 1989, s. 8.

⁹³ Knuts 2011, s. 10. Arvot liittyvät keskeisesti myös kriminalisointiin. Esimerkiksi rikoslain kokonaisuudistuksen kontekstissa on liitetty rangaistussäännösten sisältö yhteiskunnallisen oikeudenmukaisuuden problematiikkaan kuuluvaksi (HE 66/1988 vp, s. 9).

⁹⁴ Ks. Mähönen 2017, s. 217, jossa ilmenee, että integroitu raportointi tunnistaa yritykseen sijoitetun pääoman diversiteetin, mm. *inhimillisen, sosiaalisen ja luonnon pääoman*. Tämän voi katsoa ilmentävän uudenlaista asennoitumista ja siten ehkäpä tietynasteista *arvosidonnaisuutta* tämän tutkimuksen kannalta.

⁹⁵ Ks. *oikeuden tasoista* Tuori 2000, s. 163 – 216. Oikeus on osa pitämisen maailmaa (Aarnio 1996, s. 224).

⁹⁶ Tuori 2000, s. 262. Myös Makkosen esille tuoma oikeudellinen arvoteoria on sisällöllisessä yhteydessä ”yleiseen moraalitutkimuksen, etiikkaan” (Makkonen 1998, s. 5).

⁹⁷ Rikosoikeuden moraalikytkentä on nostettu esille melko laajasti. Ks. Frände 2011, s. 408, jossa todetaan: ”Moraali ja rikosoikeus kuuluvat tunnetusti yhteen, ja moraalin painottaminen täytyy sinänsä hyväksyä”. Ks. myös Melander 2008, s. 360. Tolvanen tuo esille, kuinka rikosoikeuden suojelufunktio kohdistuu kansalaisten keskeisiksi koettuihin intresseihin, joiden merkitys perustuu arvoihin, jotka ovat loppujen lopuksi moraalisia (Tolvanen 1999, s. 181). Moraali voi ilmetä myös muilla tavoin. Esimerkiksi Tapani nostaa esille syyntakeettomuuden kontekstissa, että vastuuperusteet voivat olla kriminaalipoliittisia tai moraalisia (Tapani 2011, s. 591 alaviite nro 46). Huomionarvoista on myös moraalin relaatio rankaisemiseen. Esimerkiksi kriminalisointi tuo teolle *moraalisen paheksunnan leiman*, joka on yksi tekijä selittämään rangaistuksen yleisestävää vaikutusta (Koskinen 1974, s. 65). Ks. myös Lahti 1974, s. 47, jossa rangaistuksen funktio on osaltaan paheksuttavuuden osoitus sen moraaliosuudessa ja sosiaalisessa ulottuvuudessa. Ks. Lappi-Seppälä 1994, s. 22 alaviite nro 2, jossa tuodaan esille, että rangaistuksen puollettavuuden argumentaatio on osa moraalidiskurssia. Moraalin ohella myös eettisyydellä on rikosoikeudessa merkitystä. Laitinen ja Aromaa tuovat esille, että erityisesti ”valkokaulus- tai yhteisörikollisuuden tutkijat” ovat liittäneet rikollisuuteen mukaan epäeettisen menettelyn mainiten muutamana esimerkkinä 1990-luvulta (Laitinen & Aromaa 2005, s. 21 ja s. 21 alaviite nro 13). Eettisyydellä on merkitystä myös sisäpiirisääntelyssä, nimittäin eettinen perusteltavuus voidaan nähdä täyttyvän markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden kohdalla (Knuts 2011, s. 19).

Nimittäin Frände on tuonut esille taloudellista toimintaa koskevan rikosoikeuden tietynasteisen amoraalisuuden.⁹⁸ Toisaalta sisäpiirisääntelyn kohdalla Melander on arvioinut moraalilla olevan merkitystä: ”Melko helposti voidaan niin ikään ajatella, että myös esimerkiksi RL 51 luvun arvopaperimarkkinarikokset ilmaisevat jotakin moraalista kieltäessään markkinoilta moitittavana pidettävää toimintaa, esimerkiksi sisäpiiritiedon väärinkäyttöä”.⁹⁹ Tämän tutkimuksen tarkastelukulmaa asetettaessa kyseisissä näkemyksissä moraalille annetut merkitykset voidaan linjata yhdeksi yhteiseksi ulottuvuudeksi suhteutettaessa osakeomistuksen tarkastelutasolla stake buildingissä aktualisoituva sisäpiirisääntely ostotarjousten edistämisen normatiiviseen legitimaatioon.

Tutkimuksen kontekstissa moraalilla nousee kuitenkin huomionarvoisesti esille toisesta oikeudenalasta. Erityisen merkityksellisenä voidaan nimittäin pitää sitä, ettei moraalilla ole suinkaan tuntematon osakeyhtiöoikeudellisessa diskurssissa.¹⁰⁰ Havainnollisena esimerkkinä tältä osin voidaan pitää moraalista relaatiota yhtiön toiminnan tarkoitusta koskevan osakeyhtiölain (OYL, 624/2006) 1 luvun 5 §:n laajaan tematiikkaan asemoituvan *valistuneen arvonmaksimoinnin*¹⁰¹ kontekstiin nähden.¹⁰² Nyströmille ja Rajavuorelle valistunut arvonmaksimointi on *retorinen väistöliike*, jonka avulla kaikki yhtiön päätökset voidaan argumentoida ”parhain päin valtavirta-ajattelun näkökulmasta” ilman kytköstä päätöksen taustalla oleviin tosiasiallisiin osakkeenomistajien ja yhtiöjohdon motiiveihin.¹⁰³

On myös huomattava, että teoksessaan Nyström vaikuttaa hyvin kriittiseltä käsitellään valistunutta arvonmaksimointia.¹⁰⁴ Lisäksi Nyströmin mukaan sitä koskevat tietyt retoriikat summentavat täysin voitontuottamistarkoituksen ja toisenlaisten pyrkimysten kesken potentiaalisesti muodostuvan konfliktin.¹⁰⁵ Nyströmin kannassa koskien valistuneen

⁹⁸ Frände 2012, s. 51, ks. Melander 2008, s. 360.

⁹⁹ Melander 2008, s. 360.

¹⁰⁰ Yhteiskunnan ja tutkijoiden moninaiset moraalinäkemykset saavat merkitystä myös Villan lausunnossa (Villa 2016, s. 3).

¹⁰¹ Ks. myös *modifioidusta valistuneesta arvonmaksimoinnista* Villa 2017, s. 339 – 340. Kyseisessä hahmotustavassa keskeistä on ymmärtää yhtiön tarkoituksen toteutumisen heijastuminen eri tahojen positiioihin sekä sinänsä osakkeenomistajapositiota lähtökohtanaan pitävän yhtiöintressin vahva kontekstuaalisuus yrityksen toiminnalliseen ympäristöön (Villa 2017, s. 340).

¹⁰² Osakeyhtiön tavoitteellisuus on huomioitu jo 1900-luvun alkupuolella: ”Aktiebolagets präsumtiva förvärfssyftemål afspeglar sig omissskänligt i rättsskyddet mot majorisering af vinstanvändningen” (Hernberg 1913, s. 43).

¹⁰³ Nyström & Rajavuori 2014, s. 710. Ks. myös Nyström 2016, s. 48.

¹⁰⁴ Tämä ilmenee havainnollisesti seuraavasta: ”Valistunut arvonmaksimointi on muodostunut retoriseksi väistöliikkeeksi, jolla kierretään yhtiöoikeudellisesti hankalimmat kysymykset, eli saako yhtiö joissain olosuhteissa tehdä moraalisesti oikeaksi koetun päätöksen, vaikka se olisi epäoptimaalinen voittonmaksimoinnin näkökulmasta, tai saako yhtiö ylipäättään edistää toiminnassaan muitakin tavoitteita kuin voittonmaksimointia” (Nyström 2016, s. 48, alleviivaukset tässä).

¹⁰⁵ Nyström 2016, s. 48.

arvonmaksimoinnin hahmottamista retorisena väistöliikkeenä Villa on tuonut esille, ettei Nyström saattanut edes tavoitella valistuneen arvonmaksimoinnin nykymuotoista hahmottamista ja liittääkin taktisen sivuutuksen ennemminkin Nyströmin tutkimustapaan.¹⁰⁶ On siis huomattava, että näkemysten *sisällön* sijaan suurempi merkitys saattaakin olla *metodeilla*. Näkemysten voi katsoa myös perustelevan yleisempää tutkimuksellista varovaisuutta.¹⁰⁷ Tässä tutkimuksessa metodien tarkasteluun siirrytäänkin seuraavaksi edellä eritellyn tutkimuksen ideologisemman lähtökohdan käsittelyn jälkeen.¹⁰⁸

2.3 Tutkimuksen metodologiset valinnat

Metodologisten valintojen osalta lähtökohtaisesti keskeinen on *oikeusdogmatiikka*¹⁰⁹, jonka merkitys näyttäytyy tutkimuksen tarkastelutasojen normitusten arvioinnissa.¹¹⁰ Sen vastapainona voisi ilmetä tarve sisällyttää myös tietyssä määrin oikeusdogmatiikan arviointitapojen kriittistä erittelyä koskevan *analyttisen oikeusteorian* ilmentämiä piirteitä.¹¹¹ Kuitenkin EU-oikeuden¹¹² merkitys heijastuu metodologisesti merkityksellisenä kaikissa tutkimuksen tarkastelutasoissa.¹¹³ Lähtökohtaisesti EU-oikeudellinen argumentaatio edellyttää sen ominaispiirteiden¹¹⁴ ja vaikutustapojen¹¹⁵ tuntemista. Keskeisessä asemassa myös metodologian osalta ovat ”superperiaatteina”¹¹⁶ olevat

¹⁰⁶ Villa 2016, s. 7.

¹⁰⁷ Ks. myös Kekkonen 2013, s. 12 – 13.

¹⁰⁸ Ks. Minkkinen 2017, s. 919.

¹⁰⁹ Lainopista voidaan käyttää myös termiä *positiivisoikeudellinen tutkimus* (Makkonen 1998, s. 2).

¹¹⁰ Tulkinnan kontekstissa on huomionarvoinen seuraava siteeraus: ”No statute or precedent is self-interpreting”. ”Nor are they self-applying or self-justificatory.” (Ojanen 1998, s. 19.) Voitaisiinkin arvioida, missä määrin siitä heijastuu kriteerejä tulkitsijan tulkintatapaan eli tutkimusmetodeihin asti.

¹¹¹ Ks. Makkonen 1998, s. 4, jossa tuodaan esille myös, että *analyttiseen oikeusteoriaan* kuuluu huomion kohdentaminen mm. oikeudellisiin termeihin, tulkintaan ja argumentaatioon.

¹¹² EU-oikeus on mahdollista rajata tarkoittamaan EU:n oikeusjärjestystä sekä EU:hun itseensä kuuluvaa oikeudellista normitusta (Ojanen 2016, s. 3).

¹¹³ Eurooppalainen normitus on myös osa Annolan sisäpiirisääntelyä koskevan teoksen kontekstia (Ks. Annola 2005, s. 32). Ks. myös Minkkinen 2017, s. 919.

¹¹⁴ Ks. Raitio 1997, s. 388, jossa tuodaan esille eurooppaoikeuden periaatteiden runsaus. Kirjoitettuun EU-oikeuteen liitetty kovuus taloudellisten intressien vaikutuksesta on saanut vastapainoa yleisistä oikeusperiaatteista niiden sisällön ja heijastumien vaikutuksesta (Ojanen 2016, s. 40). Ks. myös Ojanen 2016, s. 149, jossa ”sisämarkkinaoikeuslogiikka” ja esimerkiksi etusija ja tulkintavaikutus EU-oikeuden vaikutusta normittavina periaatteina on ollut EU-oikeuden kannalta selkeyttävä vaikutus.

¹¹⁵ Ks. EU-oikeuden valtiosisäisistä vaikutustavoista Ojanen 2016, s. 66 – 71.

¹¹⁶ Ks. sisämarkkinavapauksista EU-oikeuden ”superperiaatteina” Ojanen 2016, s. 148. Tapauskohtaisesti perusoikeuksia ja sisämarkkinavapauksia joudutaan optimoimaan niiden oikeudellisen yhdenveroisuuden vuoksi (Ojanen 2016, s. 151). Aikaisempaa perusoikeuksien position hahmotusta kuvaa tapaus *Internationale Handelsgesellschaft*, 11/70, jossa perusoikeuksien kunnioitus liitetään yleisten oikeusperiaatteiden keskeiseksi elementiksi, mutta perusoikeuksien suojaamisessa hyödynnettävästä jäsenmaiden yhteisestä valtiosääntöperinteestä huolimatta suojaamisen tulee tapahtua mm. suhteessa yhteisön päämääriin

sisämarkkinavapaudet¹¹⁷. Merkityksellisiä ovat myös *EU-oikeuden etusija*,¹¹⁸ *suora sovellettavuus*¹¹⁹, *tulkintavaikutus*¹²⁰ ja *EU-oikeuden teleologinen tulkinta*¹²¹ sekä siihen liittyvä *tehokkuusperiaate (effet utile)*¹²².

EU-oikeuden etusijaa on hahmotettu *Costa v. ENEL* -tapauksessa (6-64)¹²³ ja sitä on linjattu myös *Simmenthal*-ratkaisussa (106/77).¹²⁴ Kansallisen oikeuden rajoitteet on nostettu esille mm. tapauksessa *Internationale Handelsgesellschaft* (11/70).¹²⁵ On siis huomattava, että jo lähtökohtainen EU-oikeuden ja kansallisen oikeuden keskinäisrelaatio¹²⁶ vaikuttaa erityisen voimakkaasti menetelmällisiin valintoihin myös tässä tutkimuksessa.

EU-oikeuden merkityksen ohella on kuitenkin tunnistettava vielä herkemmin kullakin tarkastelutasolla ilmentyvät metodologiset tarpeet.¹²⁷ Tarkastelutasoilta vaikuttaakin kumpuavan lähtökohtaista omaleimaisuutta. Esimerkiksi vahvaa oikeusdogmaattista arviointia puoltaisi etenkin periaatteiden merkitystä painottavan OYL:n arviointi¹²⁸ yhtiön

yhtenäisesti (Tuomio 17.12.1970, *Internationale Handelsgesellschaft*, 11/70, EU:C:1970:114, 4 kohta, ks. Melander 2015, s. 176).

¹¹⁷ Ks. Ojanen 2016, s. 2. EU-yhtiöoikeuden osalta tulee huomioida sisämarkkinavapaudet koskien sijoittautumisoikeutta ja palvelujen tarjoamista sekä pääomien vapaata liikkuvuutta (Andenas & Wooldridge 2009, s. 2).

¹¹⁸ Ks. Ojanen 2016, s. 70.

¹¹⁹ MAR:in johdanto-osan viidennessä perustelukappaleessa ilmaistaan selkeästi sen vaatimusten olevan ”sellaisenaan sovellettavia” (MAR, EUVL L 173, s. 2).

¹²⁰ Ks. Ojanen 2016, s. 90 – 98.

¹²¹ *Teleologinen tulkinta* on yksi EU-oikeuden tulkintaperiaate (Ojanen 2016, s. 51). Teleologisessa tulkinnassa EU-oikeudellisen instrumentin tulkinta keskittyy määräysten tavoitteisiin ja viimesijaisesti unionitasoisiin pyrkimyksiin (Ojanen 2016, s. 51). Teleologisella tulkinnalla on EU:n historiassa ollut yhteisöä ja unionia lähentävä vaikutus, sillä samat perustavanlaatuiset lähtökohdat ja pyrkimykset ovat selittäneet sisämarkkinasääntelyä ja unionin pilareissa toteutettavia toimia (Miettinen 2010, s. 45). Ks. myös Raitio 2005, s. 278, jossa tuodaan esille, että EU-oikeuden osalta teleologiseen laintulkintaan on liitetty myös *praktinen päättely*, jossa tuomioissa argumentoidaan potentiaaliset tavoiteltavat tai vältettävät seuraukset. Tavoitteellisuus on ilmennyt nimenomaisesti: ”Olennaista on, että kansallinen lainsäätävä on perillä siitä, millainen tavoite EU:n lainsäädännön täytäntöönpanon avulla on tarkoitus toteuttaa” (KOM(2011) 573, s. 8).

¹²² Ks. Ojanen 2016, s. 51.

¹²³ Tuomio 15.7.1964, *Costa v. ENEL*, 6-64, EU:C:1964:66, s. 218, jossa ”--mitään kansallisia säännöksiä ei voida asettaa tuomioistuimessa etusijalle perustamissopimukseen perustuvaan oikeuteen nähden, joka on itsenäinen oikeuslähde ja jolla on erityiset alkuperäiset ominaispiirteensä--”. ks. Melander 2015, s. 111. Ks. Ojanen 2016, s. 13.

¹²⁴ Yhteisöoikeuden *ensisijaisuuden periaatteen* vuoksi välittömästi sovellettava yhteisöoikeus estää soveltamasta siihen nähden ristiriitaista kansallista lainsäädäntöä (Tuomio 9.3.1978, *Simmenthal*, 106/77, EU:C:1978:49, 17 kohta. Ks. Melander 2015, s. 112, s. 145 - 146. Tapaus on muodonnut EU-oikeudessa lojaliteettiperiaatetta, Knuts 2011, s. 97 alaviite nro 210).

¹²⁵ Ks. Tuomio 17.12.1970, *Internationale Handelsgesellschaft*, 11/70, EU:C:1970:114, 3 kohta. Tapaus on osaltaan vaikuttanut EU-oikeudessa lojaliteettiperiaatteen luomiseen (Knuts 2011, s. 97 alaviite nro 210).

¹²⁶ Ks. Ojanen 2016, s. 59 – 134.

¹²⁷ Ks. Minkkinen 2017, s. 919, jossa painotetaan, että tutkijan on hahmotettava etsimänsä tieto ja menetelmät määräytyvät sen perusteella.

¹²⁸ OYL on periaatekeskeinen (Villa 2017, s. 333). Periaatteellisuus koko osakeyhtiöoikeuden osalta ilmenee jo Cederbergin tarkastelusta: ”Pääperiaatteita osakeyhtiöoikeudessa on että osakepääoman tulee ehdottomasti vastata yhtiön satakukusta” (Cederberg 1928, s. 1, jossa myös osakepääoman muuttumattomuusperiaatteesta). Keskeisiä osakeyhtiötä määrittäviä luonteenomaisia piirteitä ilmenee myös Chydeniukselta, joka tuo esille osakeyhtiön pääoman tarpeen: ”I motsats till det s. k. öppna eller handelsbolaget, som i bolagsmännens solidariska och oinskränkta ansvarighet har sin kreditbas och således

sisäisten relaatioiden tarkastelutasolla. Kuitenkin suurimmat metodologiset erityistarpeet kohdistuvat osakeomistuksen tarkastelutasolle.

Stake buildingiä käsittelevässä osakeomistuksen tarkastelutasossa on ensinnäkin tehty käsitteellinen ratkaisu valita termin ”stake building -poikkeus” käyttäminen. Kyseisellä käsitteellä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa stake buildingissä toteutettavaa sallituksi katsotun transaktion mahdollistavaa sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeusta.¹²⁹ On huomattava, että ulkomaisessa kirjallisuudessa tunnetaan ilmaisu ”take-over bidder exemption”¹³⁰. Tässä tutkimuksessa nimeäminen noudattaa myös samaa käsitteellistä logiikkaa kuin ostotarjouspoikkeus¹³¹ eli kyseessä on sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksen soveltamistilanteen mukaisesti annettu termi. Käsitteellinen eriyttäminen stake building -poikkeukseksi havainnollistaakin tutkimuksen tarpeiden kannalta selkeämmin yleisemmän sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksen tilannetyypin mukaan rajautunutta soveltamisalaa. Toisena käsitteellisenä huomiona on kirjallisuudessa esiintyneen termin ”stake building -transaktio”¹³² käyttäminen.

Käytettävien käsitteiden ohella kuitenkin osakeomistuksen tarkastelutasolla ilmenevässä metodologisessa erityistarpeessa on kyse ennen kaikkea rikosoikeuden menetelmien huomioinnin tarpeesta.¹³³ Tämä tarkoittaa luonnollisesti *rikosoikeuden tulkintaopille*¹³⁴ ja siinä erityisesti *rikosoikeudelliselle laillisuusperiaatteelle*¹³⁵ annettavaa merkitystä.¹³⁶

kan utöfva värksamhet äfven utan särskild egendom, måste aktiebolaget, för hvars gäld ingen personligen ansvarar, hafva en förmögenhet --” (Chydenius 1897, s. 26).

¹²⁹ Ks. Knuts 2011, s. 222.

¹³⁰ Ks. Davies 1991, s. 244.

¹³¹ Ks. Knuts 2011, s. 226.

¹³² Kyseinen termi ilmenee Knutsin teoksessa (Ks. Knuts 2011, s. 221 alaviite nro 534).

¹³³ Tutkimusmetodien erityisyyden ohella kuitenkin hahmotettaessa rikosoikeutta sen toiminnallisessa ulottuvuudessa voidaan havaita menetelmällistä yhdenmukaisuutta; Ks. nimittäin HE 23/2008 vp, s. 17, jossa tuodaan esille, että rikosasioita koskeva oikeudellinen yhteistyö on EU:n muun toiminnan kanssa yhdenmukaisesti pääsääntöisesti EU-oikeuden yleisten periaatteiden soveltamisalaa.

¹³⁴ Ks. Frände 2012, s. 46 – 56.

¹³⁵ Knuts 2011, s. 11, jossa tuodaan esille, että sisäpiirisääntelyn sanktio-oikeudellisuus velvoittaa laillisuusperiaatteen mukaiseen tulkintaan. Lainsäädäntötasolla periaate asemoituu niin perustuslakiin kuin rikoslakiin (ks. Melander 2016, s. 41 – 42). PL 8 § on rikosoikeudellinen laillisuusperiaate. PL 8 §:n 1. virkkeen mukaan ketään ei saa pitää syyllisenä rikokseen eikä tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoslain (RL, 19.12.1889) RL 3:1 on laillisuusperiaate. RL 3:1.1:n mukaan rikokseen syylliseksi saa katsoa vain sellaisen teon perusteella, joka tekohetkellä on laissa nimenomaan säädetty rangaistavaksi. Perustuslakivaliokunnan lausunnossa PeVL 31/2002 vp tuodaan esille, että HE 44/2002 vp:ssä rikoslain 3:1:ään ehdotettu säännös on asiallisesti PL 8 §:n mukainen sanamuotoeroista huolimatta (PeVL 31/2002 vp, s. 2, ks. myös Melander 2016, s. 42).

¹³⁶ Knuts 2011, s. 12, jossa tuodaan esille, että laillisuusperiaate vaikuttaa sisäpiirisääntelyssä asymmetrisesti; se määrittää rajat vastuuta synnyttävälle tulkinnalle, mutta ei aseta rajoitteita vastuuta supistavalle tulkinnalle.

Näiden ohessa keskeisimmin EU-talousrikosoikeuden konteksti määrittää tulkintatapaa.¹³⁷ Etenkin talousrikosoikeuden suhde sisämarkkinoihin vaikuttaa tulkinnassa.¹³⁸ Tematiikan metodologisissa kontekstissa voidaan puhua myös *talousrikosoikeudellisesta tulkinnasta*.¹³⁹ Erityisesti on huomattava stake buildingin osalta *sisäpiiritiedon käyttökiellon negatiivinen ulottuvuus*¹⁴⁰, jonka kohdalla rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ei aseta rajoitteita vastuun supistamiselle.¹⁴¹ Tämän myötä myös tässä tutkimuksessa on perusteltua omaksua sen mahdollistama *suppea tai supistava tulkinta*.¹⁴² Lisäksi on huomattava EU-oikeuden erityinen merkitys. Nimittäin sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeusten linjauksissa Knutsin mukaan EU-oikeuden tulkintavaikutus on keskeinen ja EU-tuomioistuimen ratkaisukäytäntö linjaa sisäpiirintiedon *käyttökiellon* negatiivista ulottuvuutta.¹⁴³ Osakeomistuksen tarkastelutason eriytyneisiin metodeihin kuuluu keskeisesti niin ikään supistavan tulkinnan kontekstiin kuuluva *markkinalähtöinen tulkintametsodi*.¹⁴⁴

Markkinalähtöinen tulkinta huomioi kontekstin.¹⁴⁵ Markkinalähtöinen laintulkintametsodi muodostuu kahden eri periaatteen yhteisvaikutuksesta; kyse on arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta tukevasta tulkintaperiaatteesta ja arvopaperimarkkinoiden toiminnassa oikeudenmukaisuutta tukevasta

¹³⁷ Melander 2012, s. 513, josta ilmenee, että EU:n talousrikosoikeutta koskevissa tapauksissa tulkinnassa yleensä merkitykselliseksi nousee EU:n tiettyä asiaa sääntelevän instrumentin tavoitteille annettava merkitys EU-oikeuden tehokkaan toteutumisen saavuttamiseksi.

¹³⁸ Nimittäin talousrikosoikeussäännökset voivat olla yhteydessä EU:n perusvapauksiin (Melander 2012, s. 512, Ks. myös s. 510 ja 513).

¹³⁹ Ks. Melander 2012, s. 512, jossa tuodaan esille *talousrikosoikeudellinen tulkinta*. Ks. myös Melander 2012, s. 512, jossa sovellettaessa EU:n talousrikosoikeudellisia rikossäännöksiä tulee huomioida erityiset tulkintaopit.

¹⁴⁰ Epävarsinaiset ja varsinaiset poikkeukset muodostavat markkinalähtöisen sisäpiirisääntelyn sisäpiirintiedon käyttökiellon negatiivisen ulottuvuuden (Knuts 2011, s. 148).

¹⁴¹ Knuts 2011, s. 12, jossa tuodaan esille, että tulkittaessa yksilön vastuuta rajaavaa säännöstä, ei laillisuusperiaate estä laajentavan tulkintatavan soveltamista, jolloin markkinalähtöisyys painottuu.

¹⁴² Ks. Knuts 2011, s. 12. *Suppea tulkinta* suuntaa huomion laajemmin rikosoikeuden metodologiaan ja siinä hyödynnettäviin yksittäisiin tulkintametsodeihin. Esimerkiksi Frände on tuonut esille tulkintametsodeja juuri suppean tulkinnan osalta. Suppeaa tulkintaa sanamuodon kontekstissa painottaa *lievyysmetsodi* (Ks. Frände 2012, s. 52). Sen sijaan teleologisempaa tulkintaa ilmentää vastuuta rajoittavassa tulkinnassa *EIT-metsodi* (Ks. Frände 2012, s. 53). Tapanin, Tolvasen ja Hyttisen teoksessa kritisoidaan supistavaa tulkintaa sen supistavuuden arvioinnin mittapuun puutteen vuoksi, ja he painottavat konkreettisen yksittäistapauksen tasolla tapahtuvaa arviointia ja katsovat siinä ulottuvuudessa paremmaksi sulkea tietty menettely *rangaistavuuden alan ulkopuolelle* (Tapani, Tolvanen, Hyttinen 2019, s. 178). Rikosoikeudellisessa tulkinnassa myös toisenlaiset tulkintametsodit voivat tulla kyseeseen. Esimerkiksi Salmiala painottaa kirjoituksessaan tulkinnassa käytettävään ”kaikkialla oikeaksi tunnustettua yleisperiaatetta: in dubio pro reo” (Salmiala 1953, s. 188).

¹⁴³ Knuts 2011, s. 181. *Spector*-tapauksessa EU-tuomioistuin toi esille sisäpiirintiedon käyttökiellon negatiivisen ulottuvuuden eli poikkeukset käyttökieltoon (Knuts 2011, s. 181).

¹⁴⁴ Arvopaperimarkkinat vaikuttavat laintulkintatapaan; Knuts käyttää ns. *markkinalähtöistä tulkintametsodia*, jossa arvopaperimarkkinoiden merkitys kytkeytyy traditionaaliseen oikeusdogmatiikkaan (Knuts 2011, s. 2). Knuts 2011, s. 12, jossa laillisuusperiaatteen mukaisen tulkinnan mahdollistaessa on perusteltua omaksua markkinalähtöinen tulkintatapa.

¹⁴⁵ Ks. Knuts 2011, s. 21 alaviite nro 49, jossa tuodaan esille, ettei sisäpiirisääntelyä voi tulkita asiayhteydestään erillään.

tulkintaperiaatteesta.¹⁴⁶ Tulkinnallisesti merkityksellisiä ovatkin *markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaate*¹⁴⁷ ja *informaation prosessointiperiaate*¹⁴⁸. Korostamalla mainittujen periaatteiden pohjalla olevia intressejä, on oikeudellisessa soveltamistoiminnassa mahdollista ratkaista sisäpiirisäätelyä koskevat tulkintaongelmat.¹⁴⁹ Toisaalta voitaisiin nostaa esille tulkinnassa hyödynnettävä rangaistussäännöksen *pragmaattisempi tarkoitus*; sen määrittämisessä esille nousevat mahdolliset käytännölliset perusteet kriminalisointiprosessin taustasyinä.¹⁵⁰ Periaatekonteksti on merkityksellinen tässä tutkimuksessa juuri stake building -poikkeuksessa sisäpiirintiedon käyttökiellon *poikkeusperusteiden* kautta.¹⁵¹

Metodologista erityisyyttä ilmentää osakeomistuksen tarkastelutasolla myös arvopaperimarkkinaoikeuden merkitys.¹⁵² Punnintatilanteiden arvioinnissa on lähtökohtaisesti huomioitava argumentaation hyödyntämisen rajoitteet. Nimittäin arvopaperimarkkinaoikeuden tulkinta lähtökohtaisesti väistyy laillisuusperiaatteen ja markkinalähtöisen tulkintavaikutuksen tieltä.¹⁵³ Edellä olevat lähtökohdat painottavat vahvasti tulkinnan erityisyyttä osakeomistuksen tarkastelutason metodeissa.

Tutkimuksen osakeomistuksen tasolla kuitenkin pelkän tulkinnan ei voida katsoa metodologisesti tavoittavan kyseiselle tarkastelutasolle kohdistettavaa edellytystä tutkimuskysymyksen intressin tavoittamiseksi. Tutkimuksessa pyritäänkin myös selvittämään stake building -poikkeuksen oikeussystemaattista hahmotusta. Arviointia tukee sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksien oikeussystemaattisen tarkastelun tärkeys.¹⁵⁴ Lisäksi on huomattava, että Knuts on liittänyt *Spector*-tapauksen (C-45/08) kommentaarissaan tulevaisuuden oikeudellisen haasteellisuuden kontekstiin kiinnostavana nimenomaan sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksien jäsenyyksen.¹⁵⁵

Oikeussystematiikan osalta tässä tutkimuksessa on myös valittu ratkaisuksi stake building -poikkeuksen arviointi selkeästi *rikosoikeussystemaattisesti*.¹⁵⁶ Tätä toteutetaan

¹⁴⁶ Knuts 2011, s. 5.

¹⁴⁷ Ks. esim. Knuts 2011, s. 20.

¹⁴⁸ Ks. esim. Knuts 2011, s. 18.

¹⁴⁹ Knuts 2011, s. 20 – 21.

¹⁵⁰ Melander 2008, s. 357.

¹⁵¹ Ks. Knuts 2011, s. 180 – 181.

¹⁵² Ks. Knuts 2011, s. 21, jossa sisäpiirisäätelyn tulkinnassa tulee huomioida laillisuusperiaate, markkinalähtöinen tulkintavaikutus ja arvopaperimarkkinaoikeus. Ks. Knuts 2011, s. 22, jossa tuodaan esille, että arvopaperimarkkinaoikeuden merkitys painottuu sisäpiirintiedon määritelmän tulkinnassa.

¹⁵³ Ks. Knuts 2011, s. 21. Ks. MAD II johdanto-osan 17 perustelukappale EUVL L 173, s. 181, jossa tuodaan esille MAD II:n ja MAR:in ja sitä koskevien normitusten muodostama oikeudellinen kokonaisuus. MAD II:ssa MAR:in huomiointi on tuotu esille myös kyseisen direktiivin johdanto-osan 23 perustelukappaleessa, ks. MAD II, EUVL L 173, s. 182).

¹⁵⁴ Ks. Knuts 2010b, s. 882, jossa *Spector*-tapauksen myötä Knuts tuo esille muodostuvan ”oikeussystemaattinen tarve jäsentää sisäpiirintiedon sallittua käyttöä”.

¹⁵⁵ Knuts 2010b, s. 875.

¹⁵⁶ Lahti tuo esille rikosoikeustieteen ja rikosoikeusdogmatiikan keskeisenä haasteena teoreettisen pohjan vahvistamisen, jotta rikosoikeudessa niin sen lainsäädäntö- kuin myös oikeuskäytäntöluottavuudessa voidaan tarpeellisesti reagoida mm. rikosoikeuden eurooppalaistumiseen (Lahti 2013, s. 68).

suhteuttamalla kyseinen poikkeus *rikoskäsitteeseen*¹⁵⁷. Tarkastelun perusteltavuus voidaan kuitenkin haastaa. Nimittäin Koskinen on tuonut esille, ettei rikoksen rakennetta koskevaa oppia käsitteleville kysymyksille tule antaa liiallista painoarvoa.¹⁵⁸ Koskisen mukaan *rikosopin käsitejärjestelmän* funktion kannalta erityisen tarkat ja monivivahteiset tarkastelut eivät välttämättä ole hyödyllisiä.¹⁵⁹ Toisaalta tässä toteutettava tarkastelu voidaan katsoa myös merkitykselliseksi. Rikoksen rakennemalliin voidaan nimittäin liittää esimerkiksi kriminaalipoliittista merkitystä.¹⁶⁰ Tämä puoltaa stake building -poikkeuksen suhteuttamista rikoksen rakennemalliin juuri sääntelystrategiaa ilmentävässä ostotarjousten edistämisessä.

2.4 Metodologisen ratkaisun suhteutus ja oikeuslähdeopin omaksuminen

Edellä on luodattu tutkimuksen keskeisimmät menetelmälliset ratkaisut, jossa erityisasemassa on vahva EU-oikeuden asema sekä osakeomistuksen tarkastelutasosta kumpuavat erityiset metodologiset tarpeensa. Tämän tutkimuksen tarkasteleman aiheen selvittämiseksi voitaisiin asettaa myös toisenlainen tarkastelukulma, jonka arviointiin voitaisiin sisällyttää myös lukuisia muita tarkastelutapoja.¹⁶¹

Menetelmällisiä vaihtoehtoja argumentoisivat etenkin tutkimuksen lähtökohtaan kuuluva normatiivinen legitimiisyys. Sen sisällyttäminen tarkastelukulmaan perustele

¹⁵⁷ Käsitteenä tarkasteltuna rikos on merkityssisällöltään kerroksellinen ja herättää monenlaisia ajatusten yhteenliityntöjä (Koskinen 1994, s. 129). ”Rikos määritellään tunnusmerkistön mukaiseksi, oikeudenvastaiseksi ja syyllisyyttä osoittavaksi inhimilliseksi teoksi” (Matikkala 2005, s. 35).

¹⁵⁸ Koskinen 2004, s. 520.

¹⁵⁹ Koskinen 2004, s. 520, Melander 2013, s. 88.

¹⁶⁰ Ks. Melander 2013, s. 70.

¹⁶¹ Ostotarjousten liityntä markkinoille nostaa esille myös laajemmin yhteiskunnallisen ulottuvuuden huomioinnin tarpeen metodeissa. Tällöin lähtökohtaisesti avautuvat tarkastelumahdollisuudet heijastelevat vastaavaa monimuotoisuutta, jota Minkkinen on eritellyt *oikeus- ja yhteiskuntatieteellisen tutkimuksen* osalta (Ks. Minkkinen 2017, s. 922). Tarkastelussa voisi tässä tutkimuksessa hyödyntää puhtaasti esim. sosiologiaa. Sosiologisessa tarkastelussa yhteiskunnallisia asioita voidaan tarkastella rakenteen ja toiminnan tarkastelukulmien kautta, jossa toiminnan tarkastelupiste korostaa mm. toimijoiden syitä ja tavoitteita (Sulkunen 1998, s. 33). Temaattisesti aiheet voivat kääntyä myös kapitalismin merkitykseen; Ks. Braudel 1985, s. 622, jossa: ”[T]he chief privilege of capitalism, today as in the past, remains the ability to *choose* -- And since it does have the freedom to choose, capitalism can always change horses in mid-stream – the secret of its vitality”. Toisaalta jo reaalielämän kytkökset korostavat huomioimaan esim. rikosten osalta oikeudellisen ulottuvuuden olevan vain yksi konteksti. Tätä kuvastaa hyvin rikosjutun hahmottaminen: ”Rikosjuttu on kielellisessä muodossa esitetty tai esitettävissä oleva institutionaalinen tapahtumainkuvaus, jossa rikosoikeudellista normistoa on sovellettu tapauksen väitettyihin tosiseikkoihin” (Heiskanen & Ohisalo 2005, s. 242). Myös kriminologinen tarkastelu siirtäisi rikosoikeuden painopistettä pois oikeudellisuudesta. Esimerkiksi paineteorioiden rakenteellinen muoto painottaa sosiaalisen rakenteen relaatiota rikoskäyttäytymisessä ja paineteorian sosiaalipsykologinen muoto rakenteellisten tekijöiden ohella lisäksi huomioi yksilöön liittyvät ja tilannetta koskevat tekijät (Kivivuori 2008, s. 144).

argumentaation merkityksen huomioon¹⁶². Kuitenkin normatiivisen legitimiisyyden ilmentämä hyväksyttävyy¹⁶³ kuin myös *oikeudellisen arveteorian* tutkimat implisiittiset suhtautumistavat¹⁶⁴ voisivat tuoda esille jopa poliittisuuden.¹⁶⁵ *Oikeuspoliittinen* tarkastelu olisi sinänsä perusteltu sisäpiirisääntelyn vuoksi.¹⁶⁶ Metodologisesti tälle tutkimukselle soveltuisi kuitenkin paremminkin toisenlainen valinta.¹⁶⁷ Tällainen olisi esimerkiksi de lege ferenda.¹⁶⁸ Lainsäädäntöstrategisuuden vuoksi tutkimusaiheen arviointi perustelisi myös oikeusnormien taustaideologian arvoihin kohdentuvan *oikeudellisen arveteorian* mukaiset tarkastelut.¹⁶⁹ Kuitenkin varsinaisten metodien sijaan sääntelyn arviointia toteuttaa tämän tutkimuksen tarkastelukulmaan sisällytetty normatiivinen legitimiisyys.¹⁷⁰ Tätä perustelee osaltaan vahvasti yhtiöiden näkemysten tuntemisen merkitys.¹⁷¹

¹⁶² Ks. Melander 2008, s. 355, jossa tuodaan esille, että lainsäätäjän toimien rajoitteesta konstituoituu lainsäätäjälle toimintansa argumentaatiovaatimus hyväksyttävyyden vuoksi. Rikosoikeudellisen normituksen osalta tarkoituksen argumentoinnin velvollisuus selittyy osaltaan lainsäädäntötoimia kohtaan olevasta kriittisestä asennoitumisesta, joka voidaan liittää oikeushyvien suojeluun tai hyväksyttävyydedellytykseen (Melander 2008, s. 355). Ks. Knuts 2010b, s. 881, jossa tuodaan esille, että hyväksyttäviä perusteita edellytetään sisäpiirintiedon käyttökiellon soveltamisen supistamiseksi.

¹⁶³ Ks. Tuori 2000, s. 261.

¹⁶⁴ Ks. Makkonen 1998, s. 5.

¹⁶⁵ Ks. Hunt 1997, s. 56, jossa todetaan oikeuden olevan politiikan erityisilmentymä. Vuonna 2005 Melander nosti esille toivottavan pyrkimyksen mieltää rikosoikeudellinen harmonisointi oikeudellisena prosessina poliittisuuden vaaroja vastaan ja myös EU:n kriminaalipolitiikan kehittämisessä (Melander 2005, s. 232). Nuutila on tuonut esille kriminaalipolitiikan välittymisen teleologisen tulkinnan (*ratio legis* -argumentoinnin) kautta (Nuutila 1996, s. 122). Ks. myös Nuutila 1996, s. 79, jossa tuodaan esille: ”Oikeushyvien suojelun periaatteella pyritään antamaan kriminaali- ja yhteiskuntapoliittisia suuntaviivoja ja reunaehtoja sille, mitkä ovat rangaistusuhan käyttämisen minimiedellytykset ja millä edellytyksin rangaistusuhkaa ei tulisi käyttää”. Siten rikosoikeuden kohdalla poliittisuuden ja legitimaation voidaan katsoa jo luonnostaan kytkeytyvän kyseisen periaatteen myötä.

¹⁶⁶ Ks. Knuts 2010b, s. 874 alaviite nro 4, jossa sisäpiirisääntelyn osalta *Spector*-tapaus (C-45/08) on nostettu Knutsin tarkastelussa keskeiseksi mm. oikeuspoliittisesti.

¹⁶⁷ Nimittäin oikeushistorian parista on nostettu esille, että poliittinen aihe voisi lähtökohtaisesti kyseenalaistaa objektiivisen tarkastelun mahdollisuuden (Kekkonen 2013, s. 13). Toisaalta Kekkonen mukaan (oikeushistoriassa) aiheen poliittisuus liittyy lähinnä tutkijan haasteeseen hallita varmuuden puutetta ja kohteen ulottuvuuksien reflektointikapasiteettiin (Kekkonen 2013, s. 13 - 14).

¹⁶⁸ Kriminaalipoliittisen tutkimuksen de lege ferenda -ulottuvuuteen kuuluu ”analyysi arvostuksista” (Frände 2012, s. 6).

¹⁶⁹ Ks. Makkonen 1998, s. 5.

¹⁷⁰ Ks. Tuori 2000, s. 262 – 263.

¹⁷¹ Merkityksellistä on myös herkyys huomioda yhtiöjohdon yksittäisten jäsenten käsitykset. Tällainen ilmenee esim. Risto Siilasmaalta. Hän on tuonut esille kirjassaan seuraavan näkemyksen: ”-- topics of secondary importance: corporate governance, share price, compliance, media coverage, and social responsibility. These are meaningful topics but not as important when the ship is sinking.” (Siilasmaa 2019, s. 150.) Siteeraus on tässä tutkimuksessa nostettu irrallisena havaintona arvioitaessa yksinomaan sen merkitystä tietynlaisena normittajiin kohdentuvan valppauden edellytyksenä. Nimittäin kuten sisäpiirisääntelyn kohdalla Knuts on tuonut esille toimintakontekstin hahmotuksen merkityksen (Ks. Knuts 2011, s. 12), myös Siilasmaan näkemyksestä voidaan katsoa kohdentuvan eri normittajiin edellytys tuntea yhtiö- ja markkinakäytännön moninaisuus, jotta sääntely – myös itsesääntelytasoisena – muodostaa käytännön tarpeita palvelevan ja tilanteet huomioivan sääntelykokonaisuuden.

Tutkimuksen metodologisen kokonaisratkaisun voidaan katsoa ilmentävän tarpeisiinsa nähden melko kattavasti tutkimuksen hyödyntämiä eri oikeudenaloja ja niiden yhteyksiä.¹⁷² Monimuotoisuus heijastuu myös oikeuslähdeopin osalta. Jopa yhden oikeudenalan kontekstissa ilmenevät oikeuslähteitä koskevat eroavaisuudet puoltavat näkemystä oikeuslähdeopista, joka on *ongelma-, oikeusala- tai jopa tilannesidonnainen*.¹⁷³ Kyseinen näkemys on perusteltua omaksua myös tässä tutkimuksessa, jossa keskeistä on eri tarkastelutasoilta tehtävät havainnot selvitettäessä ostotarjousten edistämistä kokonaisvaltaisesti tässä luvussa asetetun tarkastelukulman ja metodiratkaisujen kautta.

¹⁷² Sisäpiirisääntelyn oikeudellinen kiehtovuus liittyy eri oikeudenalojen samanaikaiseen hyödynnettävyyteen (Knuts 2011, s. 4).

¹⁷³ Aarnio 2014, s. 222.

3 Ostotarjousten edistäminen osakeomistuksen tasolla

3.1 Rikosoikeudellinen poikkeusarviointi kirjoitetun sääntelyn osalta

3.1.1 Stake building -poikkeuksen tarkastelun lähtökohdat

Tutkimuksen ensimmäisellä tarkastelutasolla kohdennetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvallassa osakeomistuksen tasolle. Arvioitavana on kohdeyhtiön ostotarjouksen toteutumiseen potentiaalisesti kielteisesti suhtautuvien osakkeenomistajien määräysvaltaa heikentävä¹⁷⁴ *stake building* -menettely, jossa on kyse tarjouksentekijän kohdeyhtiön arvopapereiden hankinnasta ostotarjouksen julkistamista edeltävänä aikana.¹⁷⁵ Oleellisena *stake building*issä voidaan pitää menettelyn merkitystä kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvallan heikennyksenä.¹⁷⁶ *Stake building* -menettelyssä tarjouksentekijän tarkoituksena on kohdeyhtiön hankintakustannusten minimointi¹⁷⁷ ja lisäksi tai vaihtoehtoisesti luoda omistuksen kautta strateginen keino vallata kohdeyhtiö.¹⁷⁸ Tutkimusintressinä tässä tarkastelutasossa on selvittää, miten *stake building*issä oman ostotarjousaikomuksena olevan itsetiedon¹⁷⁹ käyttämisen sallittavuuden ja kiellettyyden määräytymisellä vaikutetaan ostotarjousten toteutuvuuteen.¹⁸⁰

¹⁷⁴ Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536.

¹⁷⁵ Knuts 2011, s. 221.

¹⁷⁶ Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536. Sinänsä määräysvallan heikentäminen noudattaa yleistä logiikka eli osakeomistuksen kasvaessa *lähtökohtaisesti* myös määräysvalta kasvaa, ks. esim. Huttunen 1984, s. 165, jossa Huttunen tuo esille, kuinka teoksensa aikaisessa osakeyhtiölaissa lähtökohtana oli äänimäärän kasvaminen tehtyyn sijoitukseen nähden samassa suhteessa.

¹⁷⁷ Ks. Knuts 2011, s. 221 – 220 alaviite nro 535. Ks. myös Annola 2005, s. 327. Ks. Davies 1991, s. 244.

¹⁷⁸ Knuts 2011, s. 221 – 222.

¹⁷⁹ Ks. Knuts 2011, s. 222.

¹⁸⁰ Ks. Knuts 2011, s. 12, jossa sisäpiirisääntelyn ilmaistaan olevan ”puhtaasti normatiivinen konstruktio” luodessaan asetetun eron sallitun ja kielletyn informaatioedun kesken. Tähän nähden on yhteensopiva havainto normituksen myötä muodostuvasta määrittelystä. Nimittäin rikollisuus syntyy osittain rikosoikeudellisen lainsäädännön luoman määrittelyn kautta (Nuotio 1994, s. 115).

Arvioinnissa on perusteltua kohdentaa lähtökohta rikosvastuuta koskevan tematiikan osalta *erityisen osan tunnusmerkistöön*.¹⁸¹ Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskee RL 51:1 (29.6.2016/521).¹⁸²

RL 51:1.1:n mukaan joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää rahoitusvälineeseen liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla rahoitusvälineen omaan tai toisen lukuun taikka peruuttamalla rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon tai muuttamalla sitä taikka (1 kohta) neuvomalla suoraan tai välillisesti toista rahoitusvälineen hankinnassa tai luovutuksessa taikka rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon peruuttamisessa tai muuttamisessa (2 kohta), on tuomittava sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

RL 51:1.2:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tuomitaan myös se, joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää hyväksi 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettua neuvoa 1 momentin 1 kohdassa tarkoitettulla tavalla.¹⁸³

On vielä erotettava julkisten ostotarjousten arviointi suhteessa sisäpiirintiedon toimintakieltoihin julkisten ostotarjousten arvioinnista suhteessa *sisäpiirintiedon määritelmään*.¹⁸⁴ Huomionarvoista onkin, että RL 51:1:stä huolimatta kuitenkin keskeisin *avaintunnusmerkistökäsitteitä*¹⁸⁵ sisältyy RL:n ulkopuoliseen EU-oikeudelliseen

¹⁸¹ Rikosvastuun osalta on täyttyvä niin *erityisen osan tunnusmerkistö* sekä *rikoksen yleinen tunnusmerkistö* (Melander 2013, s. 69). Sisäpiirisääntelyn aktualisoitumista on sinänsä arvioitu erilaisissa liikemaailman järjestelyissä. Esimerkiksi *Verdonck ym.* -tapaus (C-28/99) liittyi Ter Beke NV:n tekemään Unilever Belgium NV:n osana olevan Chilled Food Businessin ostoon (Tuomio 3.5.2001, *Verdonck ym.* C-28/99, EU:C:2001:238, 11 kohta). Ter Beken hallituksen jäseniä syytettiin sisäpiirintiedon lainvastaisesta käyttämisestä, sillä Ter Beken osakkeiden ostaminen ajoittuu aiesopimuksen julkistamiseen nähden edeltävään aikaan (Tuomio 3.5.2001, *Verdonck ym.* C-28/99, EU:C:2001:238, 14-15 kohta). *Lafonta*-tapauksessa (C-628/13) puolestaan Wendel SA ja Lafonta eivät olleet julkistaneet markkinoille mm. informaatiota rahoitusjärjestelystä, jonka myötä Wendel SA pystyi hankkimaan merkittävän määrän Saint-Gobain -konsernin osakkeita (Tuomio 11.3.2015, *Lafonta*, C-628/13, EU:C:2015:162, 15 kohta).

¹⁸² MAD II:n 3 artiklan 1 kohdassa on jäsenvaltioiden velvollisuus määrittää muun muassa sisäpiirikaupat ”rikoksiksi ainakin vakavissa tapauksissa ja silloin, kun ne tehdään tahallisesti” (MAD II, EUVL L 173, s. 185). Aiemman sääntelyn osalta on huomioitava mm. aikaisempi arvopaperimarkkinalaki (EAML, 495/1989) ja sen 8 luvun rangaistussäännökset, joissa EAML 8:1 koskee luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttöä. Oikeushistoriallisessa kontekstissa huomionarvoista on normitusten sijoittamisen merkitys. Nimittäin luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön osalta valiokunta katsoi rangaistussäännösten sisällyttämisen erityislakiin problemaattisena silloisen vireillä olleen rikoslain kokonaisuudistuksen kannalta ja säännöksiä koskevat ehdotukset nähtiin osin päällekkäisinä silloin eduskunnassa käsittelyssä olleen rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen säännöksiin nähden. Kuitenkin arvopaperimarkkinalain osalta tehty ehdotus katsottiin silloisessa tilanteessa perustelluksi, joskin todettiin myöhempi tarve rangaistussäännösten rikoslain siirron yhteydessä tehtävästä säännösten kokonaisuudistuksesta uudelleentarkastelusta. (LaVL 2/1988 vp, s. 4.)

¹⁸³ RL 51.1.3:n mukaan tahallisen rikoksen yritys on rangaistava.

¹⁸⁴ Knuts 2011, s. 219 alaviite nro 524. Ks. *sisäpiirintiedon määritelmästä* esim. Knuts 2011, s. 25.

¹⁸⁵ Ks. Knuts 2011, s. 308 alaviite nro 753.

instrumenttiin.¹⁸⁶ MAR:in mukaisen määritelmän¹⁸⁷ ohessa on perusteltua huomioida *markkinalähtöinen sisäpiiritiedon määritelmä*¹⁸⁸.

Aikaisemman sääntelyn aikana on katsottu, että stake buildingin perusasetelmaan kuuluva tarjouksentekijän *itsetieto*¹⁸⁹ aikomansa ostotarjouksen osalta muodostaa sisäpiirintietoa.¹⁹⁰ Seuraavassa tarkastellaan nykyisen sääntelyn aikana stake building -transaktion oikeudellista hahmotusta ja etenkin stake building -poikkeusta ostotarjousten edistämiskeinona¹⁹¹ sen mahdollisen oikeusperustan¹⁹² määrittämiseksi.

¹⁸⁶ Siihen viittaamista on perusteltu hallituksen esityksessä 65/2016 vp sillä, että ”lainsoveltajalle välittyy selkeä kuva säännösten alkuperästä ja Euroopan unionin tuomioistuimen yksinomaisesta toimivallasta tulkita asetuksen sisältöä” (HE 65/2016 vp, s. 49).

¹⁸⁷ MAR 7 artiklan 1 kohdan a alakohdan mukaan sisäpiiritieto tarkoittaa asetuksessa ”luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan” (MAR, EUVL L 173, s. 24).

¹⁸⁸ Ks. Knuts 2011, s. 30 ja s. 34. *Markkinalähtöisessä sisäpiirintiedon määritelmässä* vaikuttaa informaation prosessointiperiaatteen ja markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatteen keskinäisjännite (Ks. Knuts 2011, s. 30). Kuitenkin tulkittaessa sisäpiirintiedon määritelmää lähtökohtana on laillisuusperiaate ja sen mahdollistaessa useat tulkinnat painottuu informaation prosessointiperiaatteen ja markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatteen keskinäisjännite (Knuts 2011, s. 30).

¹⁸⁹ Ks. Knuts 2011, s. 41 – 45.

¹⁹⁰ Ks. Knuts 2011, s. 222. Sinänsä oikeushistoriaksi muuttuneen sääntelyn huomiointi näkyy myös Annolan teoksessa (ks. Annola 2005, s. 32). Ennen EU-oikeudellista muutosta sinänsä itsetiedon suhde sisäpiirintiedon määritelmään ei ole ollut yksiselitteinen; Ks. Knuts 2011, s. 45, jossa tuodaan esille, että MAD:in tulkintaohjeessa on katsottu itsetiedon olevan sisäpiirintietoa. Huomionarvoisuutta kohdentuu Suomessa olleeseen hahmotukseen. HE 318/1992 vp:ssa todetaan seuraavaa: ”Sisäpiirintietoa sen sijaan ei ole luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten ostotarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai julkistamista tai tämän jälkeen” (HE 318/1992 vp, s. 35, Ks. Annola 2005, s. 327, Ks. Kurenmaa 2003, s. 140, ks. myös Knuts 2011, s. 43 alaviite nro 99). ”Toisaalta sellainen luonnollinen henkilö, joka toteuttaa päätöstä sen tehneen yhteisön lukuun, ei saa omaksi tai toisen hyväksi käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa eikä luovuttaa sitä” (HE 318/1992 vp, s. 35, Ks. Annola 2005, s. 327 - 328). Annola tulkitsee kyseisen hallituksen esityksen kohdan perusteella, että päätöksen toteuttamismahdollisuus viittaa johtopäätökseen, ettei ole tarkoitettu kieltää tiedon hyväksikäyttämistä päätöksentekijänä olleen yhteisön lukuun (Annola 2005, s. 328). Oikeuskirjallisuudessa on myös annettu näkemyksiä. Ks. Kurenmaa 2003, s. 138, jossa todetaan: ”Itsestään selvään on, että tarjouksen tekijällä on sisäpiirintietoa tulevasta tarjouksesta, koska kyseessä on tekijän oman toiminnan aiheuttama sisäpiirintieto”. Ks. Knuts 2011, s. 41 – 42 alaviite nro 96. Knutsin mukaan itsetieto saattaa olla sisäpiirintietoa (Knuts 2011, s. 41, ks. myös s. 45). Toisaalta Ks. Knuts 2011, s. 40, jossa informaatio markkinatoimijan tulevaisuuden julkisesta ostotarjouksesta on tyypillisesti yksiselitteisesti sisäpiirintietoa. Häyrysen mukaan julkisissa ostotarjouksissa tarjouksentekijä voi toteuttaa kohdeyhtiön arvopapereiden kaupankäyntiä, vaikka ”suunnitelma ostotarjouksen tekemiseksi on vireillä” (Häyrynen 2009, s. 158).

¹⁹¹ Ks. Davies 1991, s. 244, jossa tarjouksentekijälle stake buildingissä soveltuva säännösten poikkeus nähdään mahdollisesti ostotarjouksia edistävänä keinona.

¹⁹² Tarjouksentekijää koskeva laissa oleva poikkeus on ollut käytetty ratkaisu (Kurenmaa 2003, s. 139 ja s. 139 alaviite nro 498). Ruotsissa insiderstrafflag (2000:1086) 8 § 4 kohdan mukaan: ”förvärv ske för en juridisk persons räkning av aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag, om insiderinformationen endast utgår av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den juridiska personen till en vidare krets som förvärv av aktier i aktiebolaget eller europabolaget” (Ks. Kurenmaa 2003, s. 139 alaviite nro 498).

3.1.2 Stake building -transaktion sallittavuus MAR:in kannalta

Nykyisessä oikeustilassa lähtökohtaisesti RL 51:1:n mukaisen sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksia luotaa RL 51:7:n rajoitussäännös, joka nostaa keskeiseen asemaan kuitenkin MAR 9 artiklan. RL 51:7.2:n perusteella RL 51:1:ää ei nimittäin sovelleta MAR 9 artiklan mukaiseen lailliseen toimintatapaan.¹⁹³ Rajoitussäännöksen myötä stake building -poikkeuksen mahdollisuutta peilataan seuraavassa kyseiseen artiklaan.

Arviointia tukee aiempaa sääntelyä koskevien näkemysten hyödyntäminen. Esimerkiksi Davies on pitänyt periaatteessa mahdollisena, että direktiivi 89/592/ETY sisältäisi tarjouksentekijää koskevan poikkeuksen.¹⁹⁴ Kyse on itsetiedon käyttöä koskevasta direktiivin 89/592/ETY:n johdanto-osan kappaleesta¹⁹⁵. Tämän vuoksi nykyisessä oikeustilassa huomio on perusteltua kohdentaa erityisesti MAR 9 artiklan 5 kohtaan, jossa on *itsetiedon käyttöpoikkeus*¹⁹⁶. MAR 9 artiklan 5 kohdan mukaan sovellettaessa artiklaa MAR 8 ja 14 ”pelkästään se seikka, että henkilö käyttää omaa tietoaan siitä, että hän on päättänyt hankkia tai luovuttaa rahoitusvälineitä, kyseisten rahoitusvälineiden hankinta- tai luovutus päätöstä tehdessään, ei ole sellaisenaan sisäpiirintiedon käyttöä”.¹⁹⁷

Tarkastelu aloitetaan MAR 9 artiklan 5 kohdan osalta itsetiedon hahmotuksesta suhteessa sisäpiirintiedon määritelmään. On huomattava, että kyseiseen määritelmään kytkeytyy sisäpiirintiedon käyttökielto.¹⁹⁸ Kyseisestä tietynasteisesta erillisyydestä huolimatta tältä osin huomionarvoista on aikaisemman sääntelyn aikana Knutsin arviointi Annolan kannasta

¹⁹³ Ks. HE 65/2016 vp, s. 45. Ks. RL 51:7:n rajoitussäännöksestä HE 65/2016 vp, s. 50.

¹⁹⁴ Davies 1991, s. 246 ja s. 246 alaviite nro 13.

¹⁹⁵ Direktiivin 89/592/ETY:n 2 artiklan 2 kohdan lähtökohdasta huolimatta Davies tuo esille direktiivin johdannosta kappaleen (Davies 1991, s. 246 - 247). Suomenkielisestä direktiivin 89/592/ETY versiosta kyseinen kohta on: ”[A]rvopaperien hankinnan tai luovutuksen välttämättä edellyttäessä tällaiseen toimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutus päätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttaminen ei sinänsä ole sisäpiirintiedon käyttämistä” (Direktiivi 89/592/ETY, EYVL L 334, s. 10).

¹⁹⁶ Nimittäin käsitteellisesti itsetiedon käytön sallittavuuden osalta voidaan operoida termillä *itsetiedon käyttöpoikkeus*, ks. Knuts 2011, s. 216 – 219. Lisäksi nykyistä MAR 9 artiklan 5 kohtaa sisällöllisesti lähenevä aiempi MAD johdanto-osan 30 perustelukappale on nostettavissa esille itsetiedon käyttöpoikkeuksen kontekstissa (Ks. Knuts 2011, s. 219 huomioiden sen alaviite nro 523).

¹⁹⁷ Ks. MAR johdanto-osan 31 perustelukappale (MAR, EUVL L 173, s. 7). Ks. HE 65/2016 vp, s. 10. Ks. HE 137/2004 vp, jossa tuodaan esille 5 luvun 2 §:n osalta seuraavaa: ”Koska rahoitusvälineiden hankinta tai luovutus välttämättä edellyttää tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutus päätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttamista ei pidettäisi sinänsä sisäpiirintiedon kiellettyinä käyttämisenä” (HE 137/2004 vp, s. 63).

¹⁹⁸ Ks. Knuts 2011, s. 1. Sisäpiirintiedon määritelmän ja käyttökiellon relaatio on heijastunut käytön sallittavuuteen. Nimittäin ks. Annola 2005, s. 327, jossa tuodaan esille, että tarjouksentekijälle konstruoitiin mahdollisuus ennen ostotarjouksen julkistamista tehtävään tiedon hyväksikäyttöön sulkemalla luonnollisen henkilön päätös julkisesta ostotarjouksesta sisäpiirintiedon määritelmän alasta pois. Knuts on systemaattisin perustein argumentoinut kritiikkiään koskien itsetiedon sisäpiirintiedon määritelmän ulkopuolelle sijoittamista (Ks. Knuts 2011, s. 43 – 44).

itsetiedon sisäpiiritiedon täyttymisen välttämättömyydestä eräänlaisena ennakkoehtona sisäpiiritiedon käyttökiellolle.¹⁹⁹ Sovellettaessa tässä tutkimuksessa kyseistä arviointia vastaavaa logiikkaa, myös MAR 9 artiklan 5 kohta johdanto-osan tukemana²⁰⁰ *prima facie* puoltaa itsetiedon hahmotusta sisäpiiritiedoksi, jolloin stake building -poikkeusluonteisuudessa on kyse nimenomaan sisäpiiritiedon käyttökiellosta tehtävästä poikkeuksesta. On siis nykyisinkin itsetiedon katsottava olevan sisäpiiritietoa.

Itsetiedon osalta stake building -transaktiossa on kuitenkin huomionarvoinen piirre arvioitaessa MAR 9 artiklan 5 kohdan soveltuvuutta. Kuten kyseistä kohtaa vastaten direktiivin 89/592/ETY:n johdanto-osan kappaletta tarkastellut Davies²⁰¹ on tuonut esille, voidaan havaita, että myöskään MAR:in 9 artiklan 5 kohta ei vaikuttaisi kuitenkaan sisällyttävän stake buildingin -transaktiota. Tarjouksentekijän kohdalla transaktion ongelmallisuus liittyy tietoon aikomastaan tulevasta ostotarjouksesta eikä stake buildingiä ilmentävästä osakehankintaa koskevasta transaktio-aikomuksesta.²⁰² Davies pitää epäselvänä, onko ostotarjouspäättös esille tuomansa direktiivin 89/592/ETY johdanto-osan kappaleen soveltamisalassa; päätös osakehankinnasta ei ”välttämättä” kata ostotarjouspäättöstä.²⁰³ Davies ei ole varma, mahdollistaako sanamuoto poikkeuksen tarjouksentekijälle ennen ostotarjouksen julkistamista.²⁰⁴ Kyseisen pohdinnan ohella on myös huomattava, ettei Knuts ole argumentoinut stake buildingissä sallittavuutta kirjoitetun sääntelyn poikkeuksella.²⁰⁵ Kokoavasti siten myös nykytilanteen osalta on stake building -transaktion perustelluinta katsoa jäävän MAR 9 artiklan 5 kohdan ulkopuolelle.

Stake building -poikkeus on siis ns. *kirjoittamaton vastuuvapausperuste*²⁰⁶. Tällöin poikkeuksen osalta myös nykyisen sisäpiirisääntelyn aikana joudutaan muilla keinoin arvioimaan stake buildingin -transaktion sallittavuutta. Voidaankin oikeustilan luonnehdinnassa todeta edelleen argumentatiivisesti vahvaksi se Knutsin aikaisemman

¹⁹⁹ Ks. Knuts 2011, s. 42 alaviite nro 96.

²⁰⁰ Ks. MAR johdanto-osan 31 perustelukappale (MAR, EUVL L 173, s. 7).

²⁰¹ Ks. Davies 1991, s. 246 – 247.

²⁰² Davies 1991, s. 247.

²⁰³ Davies 1991, s. 247.

²⁰⁴ Davies 1991, s. 247.

²⁰⁵ Ks. Knuts 2011, s. 222 ja 224.

²⁰⁶ Ks. Melander 2013, s. 87. Yhdysvalloissa tarjouksentekijän kohdalla soveltuva poikkeusnormi on SEC:n normituksena Rule, 17 CFR § 240, 14e-3(c) (Kurenmaa 2003, s. 139 ja s. 139 alaviite nro 498). Verrattuna Suomen oikeustilaan, poikkeuksen kirjoittamattomuuden osalta oikeusvertaileva eroavuus on siten huomionarvoinen.

sääntelyn aikana esittämä näkemys keskeisten transaktioiden toteutumatta jäämisestä sanamuodon perusteella arvioitavan laaja-alaisen käyttökiellon vuoksi.²⁰⁷

3.3 Stake building -poikkeuksen argumentointi

3.3.1 Tarjouksentekijän vastuuvapauden konstruointi

Poikkeaminen RL 51:1:n soveltuvuudesta perustelee tarpeen argumentoida stake building -poikkeuksen käyttämistä.²⁰⁸ Sisäpiirintiedon käyttökiellosta poikkeamista tarkastellaankin seuraavassa kohdentumalla muihin mahdollisuuksiin poikkeuksen perusteeksi ja sen perusteltavuudeksi.²⁰⁹ Tarkastelulla pyritään hahmottamaan transaktion sallittavuuden rajaa hyödyntämällä vastuuta supistavaa tulkintaa²¹⁰ ts. *defensiivistä tulkintaa*²¹¹.

Transaktion oikeutuksen perusteita ilmenee oikeuskirjallisuudesta. Esimerkiksi Kurenmaa on tuonut esille, että tarjouksentekijän kohdalla sallittavuutta puoltavina tekijöinä voidaan hyödyntää liiketoimintaosan kaupassa aktualisoituvia tekijöitä.²¹² Lisäksi tilanteissa vaikuttaa olevan hyvin samankaltainen asetelma. Hallituksen esityksessä 254/1998 vp on nimittäin katsottu, että liiketoimintaosan kaupan kontekstissa määräämisvallan tuovan osakkeiden transaktiolla ei ole arvopaperikaupalle tavanomaista tarkoitusta; ostajan pyrkimyksenä on saada yhtiön liiketoimintaa koskeva vaikutusvalta eikä osakkeisiin tällöin liity puhdasta sijoitusintressiä.²¹³ Lisäksi liiketoiminnan uudelleenorganisointiin liittyvässä kaupassa lähtökohtainen intressi kohdentuu liiketoiminnan uudelleenorganisoinnin tuottamiin tuloksiin, kuten toimialarationalisoinnissa.²¹⁴ Asetelma on myös tältä osin yhtenevä stake buildingiin, jossa transaktion funktio liittyy juuri ostotarjoukseen.²¹⁵ Toisaalta stake building -poikkeuksen oikeutusta voidaan argumentoida myös muilla tavoin.

²⁰⁷ Ks. Knuts 2011, s. 128 – 129.

²⁰⁸ Ks. Knuts 2011, s. 179.

²⁰⁹ Ks. oikeudellisen argumentaation esille tuonnista rikoksen rakennetta koskevan opin kontekstissa arvioitaessa itsekriminointisuoja ja rikossäännöksen neutraloitumista Melander 2013, s. 87.

²¹⁰ Ks. Knuts 2011, s. 12.

²¹¹ Defensiivinen tulkinta kaventaa rangaistusvastuuta (Tapani, Tolvanen & Hyttinen 2019, s. 184).

²¹² Kurenmaa 2003, s. 139. HE 254/1998 vp:ssa tuodaan esille ehdotetun RL 51:1.1:n osalta, että sisäpiirintiedon käyttämisen normituksen osalta ovat yhtenä problematiikkana tilanteet, joissa osakkeita koskeva transaktio on kytköksissä kauppaan, jonka kohteena on liiketoimintaosuus (HE 254/1998 vp, s. 22).

²¹³ HE 254/1998 vp, s. 22, Ks. Kurenmaa 2003, s. 139.

²¹⁴ HE 254/1998 vp, s. 22, Ks. Kurenmaa 2003, s. 139.

²¹⁵ Ks. Knuts 2011, s. 221 – 222. Ks. Kurenmaa 2003, s. 139 – 140.

Muihin perusteisiin lukeutuu muun muassa tehokkuuden merkityksen argumentaatio. Esimerkiksi Knuts on aikaisemman oikeustilan aikana nostanut esille stake buildingissä poikkeuksen soveltamisen puollettavuuden tukeutuen *arvopaperimarkkinatoiminnan tehokkuuteen*.²¹⁶ Oikeutus siten pohjautuu *tehokkuushyötyyn*²¹⁷ ja tarkemmin sen merkityksen painavuuteen suhteessa markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden loukkauksen haittaan nähden.²¹⁸ On erikseen huomattava, että Knuts on argumentoinut stake buildingin sallittavuuden argumenttina menettelyn merkitystä osana *ostotarjousprosessia*.²¹⁹

Ostotarjousprosessia laajemmin *ostotarjouskonteksti* on ollut tarjouksentekijän poikkeuksen argumentaatiossa esillä Yhdysvaltojen kirjallisuudessa.²²⁰ Daviesin tarkastelussa ilmenee *the reward theory*²²¹, jossa korostetaan tarjouksentekijän palkitsemista tai hyvittämistä etsintäkustannuksista sallimalla tämän sisäpiirintiedon käyttäminen.²²² Etsintäkustannukset ovat syntyneet kohdeyhtiön löytämisestä.²²³ Merkityksellistä tämän tutkimuksen kannalta on argumentaatiossa kuitenkin oikeutuksen laajeneminen määräysvaltamarkkinoille. Nimittäin tarjouksentekijän poikkeuksen ytimen Davies kiteyttää seuraavasti:

”The argument in essence is that, although the policy of preventing exploitation of informational advantages which are not generally available should lead to a prohibition on pre-announcement trading, nevertheless permitting such trading furthers another value to which greater importance should be attached. This other value is the fostering of the market in corporate control as a means of helping to ensure the most efficient use of resources.” (Davies 1991, s. 252. Alleviivaus tässä)

Merkityksellistä siteerauksessa on *määräysvaltamarkkinoiden* edistämisen merkityksen tunnistaminen, joskin erityisen huomionarvoista on oikeutuksen argumentointi *resurssien* käytön kannalta. Argumentaatiopohja syventyy siis melko kokonaisvaltaiseksi tarkasteluksi. Ratkaisevaa on kuitenkin siteerauksessa argumentoidun oikeutuksen kiteytymässä oleva *tehokkuuden* merkitys. Argumentaatio ei nimittäin rakennu stake buildingissä sallittavuuden puollettavuuden tukeutumaan *arvopaperimarkkinatoiminnan* tehokkuuteen.²²⁴

²¹⁶ Knuts 2011, s. 222.

²¹⁷ Ks. tehokkuushyöty-ilmaisusta nimenomaisesti Knuts 2011, s. 201.

²¹⁸ Knuts 2011, s. 201. Oma problematiikkansa muodostuisi haitan määrittämisestä. Kriminaalipoliittisessa kontekstissa Anttila tuo esille rikollisuuden synnyttämien haittojen määrittämisen liittyvän keskeisesti arvioijaan (Anttila 1974, s. 130).

²¹⁹ Ks. Knuts 2011, s. 222.

²²⁰ Davies 1991, s. 252.

²²¹ Davies 1991, s. 254 – 255.

²²² Davies 1991, s. 253 – 254, jossa: “[I]n order to reward bidders for their search costs, they should be permitted to deal without disclosing the intention to make a general offer”.

²²³ Davies 1991, s. 256, jossa: “-- rewarding bidders for the resources they have devoted to searching out the target company as an appropriate object of a take-over bid”.

²²⁴ Ks. Knuts 2011, s. 222.

Määräysvaltamarkkinoiden ja resurssien käytön relaatio on sinänsä tunnistettu myös esimerkiksi Mähösen ja Villan esille tuomissa näkemyksissä, jotka lienevät asemoitavissa osin Daviesin argumentaation kontekstiin. Mähösen ja Villan tarkastelussa nimittäin määräysvaltamarkkinatoiminnan perustana on muun muassa näkemys, että yrityksen resursseja käytetään yhtenäen tehokkaasti.²²⁵ Tämän toteutumattomuus osaltaan vaikuttaa yritystalon- tai valtauksen aktualisoitumiseen.²²⁶

Määräysvaltamarkkinoiden merkityksestä huolimatta Daviesin tarkastelussa arvopaperimarkkinoita ei kuitenkaan täysin sivuuteta.²²⁷ Kyse on pikemminkin relaatiosta sääntelystrategioiden välillä.²²⁸ Huomionarvoista kokonaisuudessa on asennoituminen tarjouksentekijöiden ”kannustamisena”.²²⁹ Se myös ajatukseltaan tavoittaa tämän tutkimuksen tarkastelutason intressin stake building -poikkeuksen osalta arvioitaessa juuri ostotarjousten *edistämistä*.

Määräysvaltamarkkinoiden merkityksen voidaan havaita saavan tukea myös *Spector*-tapauksesta (C-45/08), joka koskee aiempaa oikeustilaa²³⁰ ja hallinnollista sääntelyä.²³¹ Tapauksella on kuitenkin merkitystä sisäpiiritiedon käyttökiellon negatiivisen ulottuvuuden osalta.²³² Tapauksen 60 kohdassa arvioidaan Knutsin systematiikan mukaisessa jaottelussa transaktiota, joka ”toteutetaan oman tulevan sijoituspäätöksen

²²⁵ Mähösen & Villa 2015, s. 221.

²²⁶ Mähösen & Villa 2015, s. 221.

²²⁷ Ks. Davies 1991, s. 253, jossa tarjouksentekijän kohdalla soveltuvan poikkeuksen argumentaation kontekstissa Davies tuo esille, ettei argumentaatio kumoa tarjouksentekijän menettelyn aiheuttamaa haittaa muille markkinatoimijoille. Arvio lähenee siten Knutsin esille tuomaa markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden loukkausta (Ks. Knuts 2011, s. 201). Yhdenvertaisuus on nostettu esille *IMC Securities* -tapauksessa (C-445/09). Ks. tuomio 7.7.2011, *IMC Securities*, C-445/09, EU:C:2011:459, 27 kohta, jossa luottamus pohjautuu osaltaan sijoittajien yhdenvertaiseen kohteluun ja sisäpiiritiedon lainvastaisen käyttämiseltä ja hintamanipulaatiolta turvaamiseen. Tapaus liittyy ns. *markkinavoimamanimulaatioon* (Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 424 alaviite nro 727). *Georgakis*-tapauksessa (C-391/04) tuotiin esille sisäpiiritiedosta hyötymisen vahingollisuuden kohdistuvan niihin sijoittajiin, joilta kyseinen tieto puuttuu (Tuomio 10.5.2007, *Georgakis*, C-391/04, EU:C:2007:272, 38 kohta). *Georgakis*-tapauksessa kyse oli sisäpiiritiedon käyttökiellon poikkeuksesta ”osapuolten symmetrisen tiedon asetelmassa” (Parkkonen & Knuts 2014, s. 358 alaviite nro 612).

²²⁸ Ks. Davies 1991, s. 256, jossa: “[T]he policy of preserving investor confidence in the market, which the insider dealing prohibition promotes, gives way to a policy of rewarding bidders for the resources they have devoted to searching out the target company as an appropriate object of a take-over bid”. Tähän on yhteensopivaa se, että käsitteellisesti oikeushyvällä on kytkös vallitsevaan *yhteiskuntapolitiikkaan* (Melander 2002, s. 947). Lisäksi oikeushyviä koskevissa punninnoissa on tarpeen myös kriminaalipoliittinen hahmotus (Melander 2002, s. 946).

²²⁹ Davies 1991, s. 253, jossa: ”should give way to the promotion of the greater interest of encouraging bidders to pursue their activities” (alleviivaus tässä).

²³⁰ Ks. esim. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 30 kohta.

²³¹ Melander 2012, s. 515.

²³² Ks. Knuts 2010b s. 874 – 875 tapauksen merkityksestä sisäpiiritiedon käyttökiellon positiivisen ja negatiivisen ulottuvuuden jaottelussa.

muodossa olevan sisäpiirintiedon perusteella”²³³. Kyseessä on siis itsetiedon käyttöpoikkeus²³⁴.

Arvioitaessa itsetiedon käyttöpoikkeusta suhteessa stake building -poikkeukseen on lähtökohtaisesti huomattava niiden kokonaisvaltaisessa tarkastelussa ilmenevä yhtenevyys. *Spector*-tapauksen 60 kohdan itsetiedon käyttöpoikkeuksessa poikkeus perustuu markkinatehokkuuden ylläpitämiseksi eikä suojaintressin loukkaamattomuuteen.²³⁵ Vastaavankaltaisuus ilmenee myös stake building -poikkeuksessa.²³⁶ Oleellista on, että niin itsetiedon käyttöpoikkeus kuin stake buildingin arviointi asemoituvat transaktioihin, joissa markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden loukkaaminen aikaansaa haittaa.²³⁷ Tämän samankaltaisuuden osalta voidaan katsoa perustelluksi hyödyntää *Spector*-tapauksen 60 kohdasta tehtäviä havaintoja stake building -poikkeuksen tarkasteluun. Sinänsä arviointi toteuttaa EU-tuomioistuimen linjauksille annettavaa merkitystä käyttökiellon negatiivisen ulottuvuuden hahmottamisessa.²³⁸

Spector-tapauksen 60 kohdassa todetaan direktiivin 2003/6 eli MAD:in johdanto-osan 30 perustelukappaleen mukaisen itsetiedon käyttöpoikkeuksen funktiosta, että mikäli sen vastaisesti itsetietoa hyödyntävää transaktiota itsessään pidettäisiinkin sisäpiirintiedon käyttönä, etenkin MAD:in 2 artiklan 1 kohta kieltäisi julkisen ostotarjouksen toteuttamisen sisäpiirintiedon vuoksi. Tämän katsotaan ratkaisussa johtavan siihen, että se ”ylittäisi sen, minkä voidaan katsoa olevan asianmukaista ja tarpeen kyseisen direktiivin tavoitteiden saavuttamiseksi, myös voisi jopa heikentää rahoitusmarkkinoiden toimivuutta estämällä julkiset ostotarjoukset”.²³⁹ Kyseisestä ratkaisukohdasta eroteltavia havaintoja arvioidaan seuraavaksi suhteessa stake building -poikkeuksen oikeutukseen.

²³³ Knuts 2010b, s. 882.

²³⁴ Nimittäin tapauksessa tuodaan esille MAD:in johdanto-osan 30 perustelukappale (Ks. tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta). MAD:in johdanto-osan 30 perustelukappaleen mukaan: ”Koska rahoitusvälineiden hankinta tai luovutus välttämättä edellyttää tällaiseen liiketoimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutus päätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttamista ei pitäisi sinänsä pitää sisäpiirintiedon käyttämisenä” (MAD, EUVL L 96, s. 18).

Kyseinen perustelukappale koskee sisäpiirintiedoksi katsottavaa itsetietoa (ks. Knuts 2011, s. 45), Kyseinen 30 perustelukappale soveltuu itsetiedon käyttökiellon poikkeuksen kontekstiin (Ks. Knuts 2011, s. 219 huomioiden sen alaviite nro 523).

²³⁵ Knuts 2010b, s. 882.

²³⁶ Ks. Knuts 2011, s. 222, jossa stake buildingin kohdalla poikkeusta argumentoidaan *arvopaperimarkkinatoiminnan tehokkuudella* eikä siis suojaintressin loukkaamattomuudella. Ks. myös Knuts 2011, s. 201.

²³⁷ Ks. Knuts 2011, s. 201 huomioiden sivun alaviite nro 461.

²³⁸ Ks. Knuts 2011, s. 181.

²³⁹ Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

Ensinnäkin Daviesin²⁴⁰ määräysvaltamarkkinoiden tunnistaminen arvopaperimarkkinoista erillisiksi saa tukea arvioitaessa tapauksen 60 kohdan sanamuotoa: ”myös voisi jopa heikentää rahoitusmarkkinoiden toimivuutta estämällä julkiset ostotarjoukset”.²⁴¹ Etenkin sana ”myös” tukee tulkintaratkaisua hahmottaa rahoitusmarkkinoiden toiminta MAD:in tarkoitusten arvioinnista *erilliseksi* tavoitteeksi.²⁴² Erillisten tavoitteiden tunnistamisen perusteella voidaankin todeta merkityksellisiksi nousevan kahdet EU:n markkinat; ostotarjousten estymisen negatiivisen vaikutuksen vuoksi rahoitusmarkkinat²⁴³ ja sisäpiirisääntelyn osalta arvopaperimarkkinat²⁴⁴. Rahoitusmarkkinat nähdään kyseisestä ilmaisusta huolimatta *Spector*-tapauksen 60 kohdan kontekstissa tulkittuna tässä tutkimuksessa melko rinnasteisina määräysvaltamarkkinoihin²⁴⁵.

Vahvimmin tapauksen 60 kohdan osalta markkinoiden erottelua tukee se, että määräysvaltamarkkinoiden dynamiikassa vaikuttavat sellaiset dynaamisuutta luovat tekijät, joita ei voida selittää arvopaperimarkkinoiden kontekstiin paikantuviksi *idiosynkraattisen riskin*²⁴⁶ elementeiksi.²⁴⁷ Ratkaisevaa onkin määräysvaltamarkkinoiden ja arvopaperimarkkinoiden välinen markkinadynamiikkojen ero.²⁴⁸ Toisaalta stake buildingissä ei voida sivuuttaa sisäpiirintiedon talousteoreettista hahmotusta²⁴⁹ itsetiedon sisäpiirintiedon täyttymisen vuoksi.²⁵⁰ Voidaan myös todeta transaktion osalta itsetiedon vaikutus kohennetun *markkinariskiposition*²⁵¹ ja *relevantin markkinariskin*²⁵² kautta. Näin ollen markkinoiden analyttinen erottelu vain tarkentaakin arviota stake building -transaktion aktualisoidessa samaan aikaan kaksien markkinoiden tarkastelut. Arvioinnin hahmotuksena on siten, että ostotarjouskontekstissa tunnistettava jännitteisyys kohdeyhtiön

²⁴⁰ Ks. Davies 1991, s. 252.

²⁴¹ Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

²⁴² Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 62 kohta.

²⁴³ Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta. Rahoitusmarkkinat on sinänsä nostettu esille myös komission ehdotuksessa (KOM[2002] 534 lopull.) ostotarjousdirektiiviksi (Ks. KOM(2002) 534 lopull, s. 2).

²⁴⁴ Knuts 2010b, s. 875 alaviite nro 6.

²⁴⁵ Ks. *määräysvaltamarkkinoista* Mähönen 2001, s. 152 – 153 ja ks. *määräysvaltamarkkinoiden toiminnasta* esim. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

²⁴⁶ Ks. Knuts 2011, s. 118 alaviite nro 257 *idiosynkraattisesta riskistä* ja alaviite nro 258 *riskin ja tuoton symmetrisestä korrelaatiosta*.

²⁴⁷ Kyse on nimittäin määräysvallan vaihtumisen *uhasta*, ks. Mähönen & Villa 2015, s.221. Ks. Mähönen 2001, s. 153.

²⁴⁸ Stake buildingissä arvopaperimarkkinadynamiikasta erillinen määräysvaltadynamiikka vaikutetaan sinänsä selkeästi tunnistettavan myös Knutsin teoksessa (Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536).

²⁴⁹ Ks. taloudellisessa teoriakontekstissa arvioitavasta sisäpiirintiedosta Knuts 2011, s. 118 alaviite nro 258.

²⁵⁰ Ks. Knuts 2011, s. 222.

²⁵¹ Ks. Knuts 2011, s. 201.

²⁵² Relevantti markkinariskin ottaminen muodostuu markkinariskiposition kohennuksesta (Ks. Knuts 2011, s. 201).

ja tarjouksentekijän välillä pohjautuu määräysvaltamarkkinauhan²⁵³ eriaistaiseen realisoitumiseen, minkä ohella on toteutettavissa informaation myötä idiosynkraattista riskiä painottava positioiden vertailu²⁵⁴.

3.3.2 Markkinoiden tukemat laajat analyttiset ja systemaattiset erittelyt

Markkinoiden erillisyyden tunnistamisen myötä voidaan havaita myös tarve erotella tarkemmin itse stake building *menettelynä*. Kyse on tällöin ensinnäkin siitä, että transaktio sisäpiirisääntelyn tunnistamana operoi arvopaperimarkkinoille kohdentuvien vaikutusten argumentaatiolla.²⁵⁵ Sen sijaan itse stake building -menettely kohdeyhtiön määräysvalta-asetelmia muuttavana²⁵⁶ ponnahduslautana²⁵⁷ operoi *Spector*-tapauksen 60 kohdan tukemana ostotarjousten kannalta keskeisellä rahoitusmarkkinoille ulottuvalla vaikutuksella.²⁵⁸ Erottelun osalta soveltuu myös edempänä oleva Kurenmaan²⁵⁹ esille tuoma liiketoimintaosan kauppaa koskeva rinnasteisuus tuoden eron transaktion ja sen tarkoituksen välillä²⁶⁰ sekä Daviesin²⁶¹ ja myös Mähösen ja Villan²⁶² esille tuoma määräysvaltamarkkinoiden merkitys resurssien tehokkaan käytön osalta.

Analyttisesti on tärkeää havaita kyseinen ero stake building -transaktion ja stake building -menettelyn välillä, sillä jo stake building -transaktion sallittavuus eli stake building -poikkeus tukeutuu kuitenkin kaksien markkinoiden piiriin kuuluvien tekijöiden merkitykseen.²⁶³ Tällä on oleellista merkitystä ostotarjousten edistämisen arvioinnissa, sillä se tarkentaa punninnassa keskeistä analyttistä arviota sisällöllisten argumenttien²⁶⁴ paikantua eri markkinoille.²⁶⁵

²⁵³ Ks. määräysvaltamarkkinoihin liitettävästä yritysvaltausuhasta Mähönen & Villa 2015, s. 221.

²⁵⁴ Ks. Knuts 2011, s. 118 alaviite nro 257.

²⁵⁵ Ks. esim. Knuts 2011, s. 201.

²⁵⁶ Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536.

²⁵⁷ Ks. Knuts 2011, s. 221 – 222.

²⁵⁸ Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

²⁵⁹ Ks. Kurenmaa 2003, s. 139.

²⁶⁰ Ks. HE 254/1998 vp, s. 22. Ks. myös Kurenmaa 2003, s. 139.

²⁶¹ Ks. Davies 1991, s. 252.

²⁶² Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

²⁶³ Ks. Davies 1991, s. 252 – 253.

²⁶⁴ Ks. Melander 2013, s. 87.

²⁶⁵ Markkinoiden sääntelystrategioiden punnintaa tukee warehousingin osalta argumentaatiosta tehtävät päätelmät. Nimittäin kuvaamansa warehousingin sallittavuuden osalta Davies tuo esille: ”At a policy level, the issue requires a judgement to be made as to how far the policy of promoting investor confidence should be allowed to give way to that of encouraging the market in corporate control” (Davies 1991, s. 254).

Stake building -poikkeuksen markkinatasoista tarkastelua on syytä laajentaa. Nimittäin Davies tuo esille arvopaperimarkkinoiden ja tarjouksentekijän poikkeuksen oikeutuksen välisen keskinäisen asemoinnin.²⁶⁶ Laajan perspektiivin arviointia ilmenee myös *Spector*-tapauksen 60 kohdassa.²⁶⁷ Kohdan voi hahmottaa ilmentävän EU-oikeudellisen *suhteellisuusperiaatteen*²⁶⁸ kaltaista harkintaa.²⁶⁹ Merkityksellisiä ovat tällöin sääntelystrategiset ulottuvuudet.²⁷⁰ Kokoavasti tapauksen 60 kohdassa on siis kyse kahdenlaisten markkinoiden intressien vertailusta, joka on keskeistä ostotarjouskontekstissa sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksen soveltavuudessa. Suhteutettaessa linjaus stake building -poikkeuksen oikeuttamiseen myös stake building - transaktion sallittavuuden argumentaatiota haetaan toisilta markkinoilta tukien Daviesia.²⁷¹

Määräysvaltamarkkinoiden merkityksen²⁷² tunnistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä myös sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeusperusteiden systematiikkaan.²⁷³ On todettavissa, että vaikka Knuts myös argumentoi juuri stake buildingin kohdalla *arvopaperimarkkinatoiminnan* tehokkuutta²⁷⁴, on lisäksi määräysvaltamarkkinoiden merkitys²⁷⁵ *Spector*-tapauksen esille nostaman ostotarjouksiin liitetyn rahoitusmarkkinoiden toiminnan²⁷⁶ ja niiden määräysvaltamarkkinoihin nähden laajan rinnastettavuuden tukemana

²⁶⁶ Ks. Davies 1991, s. 256, jossa käytetään ilmaisua: ”perhaps in any case rather glib, reconciliation of the policies of investor protection and bidder reward”.

²⁶⁷ Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

²⁶⁸ Ks. Ojanen 2016, s. 23. Rikosoikeudellisessa kontekstissa suhteellisuusperiaatetta on mahdollista hyödyntää tulkinnassa (Ks. Raitio 2016, s. 263).

²⁶⁹ SEU 5 artiklan 4 kohdan ensimmäisen alakohta on: ”Suhteellisuusperiaatteen mukaisesti unionin toiminnan sisältö ja muoto eivät saa ylittää sitä, mikä on tarpeen perussopimusten tavoitteiden saavuttamiseksi” (SEU, EUVL C 202, s. 18, ks. myös Ojanen 2016, s. 23). Suhteellisuusperiaate normittaa järjenumukaista relaatiota EU:n toimielinten reagoinnin ja EU-oikeutta loukkaavan menettelyn vaikutusten välillä (Raitio 2016, s. 262).

²⁷⁰ *UDL*-tapauksen 30 kohdassa todetaan muun muassa seuraavaa: ”--suhteellisuusperiaatteen mukaan on niin, että yhteisön toimielinten säädöksillä, päätöksillä ja muilla toimenpiteillä ei saa ylittää sitä, mikä on asianmukaista ja tarpeellista niillä lainmukaisesti tavoiteltujen päämäärien toteuttamiseksi, koska on selvää, että kun on mahdollista valita usean asianmukaisen toimenpiteen välillä, on valittava vähiten rajoittava, ja että toimenpiteistä aiheutuvat haitat eivät saa olla liian suuria tavoiteltuihin päämääriin nähden” (Tuomio 16.12.1999, *UDL*, C-101/98, EU:C:1999:615, 30 kohta. Alleviivaus tässä. Ks. Ojanen 2016, s. 23 ja s. 23 alaviite nro 24). *Omega Air ym.* -tapauksen 62 kohdassa todetaan muun muassa seuraavaa: ”--suhteellisuusperiaate -- edellyttää, että yhteisön toimielinten säädöksillä, päätöksillä ja muilla toimenpiteillä ei saa ylittää sitä, mikä on tarkoituksenmukaista ja tarpeellista niillä tavoiteltujen päämäärien toteuttamiseksi, koska on selvää, että kun on mahdollista valita useista tarkoituksenmukaisista toimenpiteistä, on valittava vähiten rajoittava, ja että toimenpiteistä aiheutuvat haitat eivät saa olla liian suuria tavoiteltuihin päämääriin nähden (Tuomio 12.3.2002, *Omega Air ym.*, yhdistetyt asiat C-27/00 ja C-122/00, EU:C:2002:161, 62 kohta. Alleviivaus tässä. Ks. Ojanen 2016, s. 23 ja s. 23 alaviite nro 24).

²⁷¹ Ks. Davies 1991, s. 252.

²⁷² Ks. Davies 1991, s. 252. Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

²⁷³ Ks. poikkeusperusteista Knutsin tekemässä sisäpiirintiedon sallitun käytön jaotteluhahmotelmassa Knuts 2010b, s. 882.

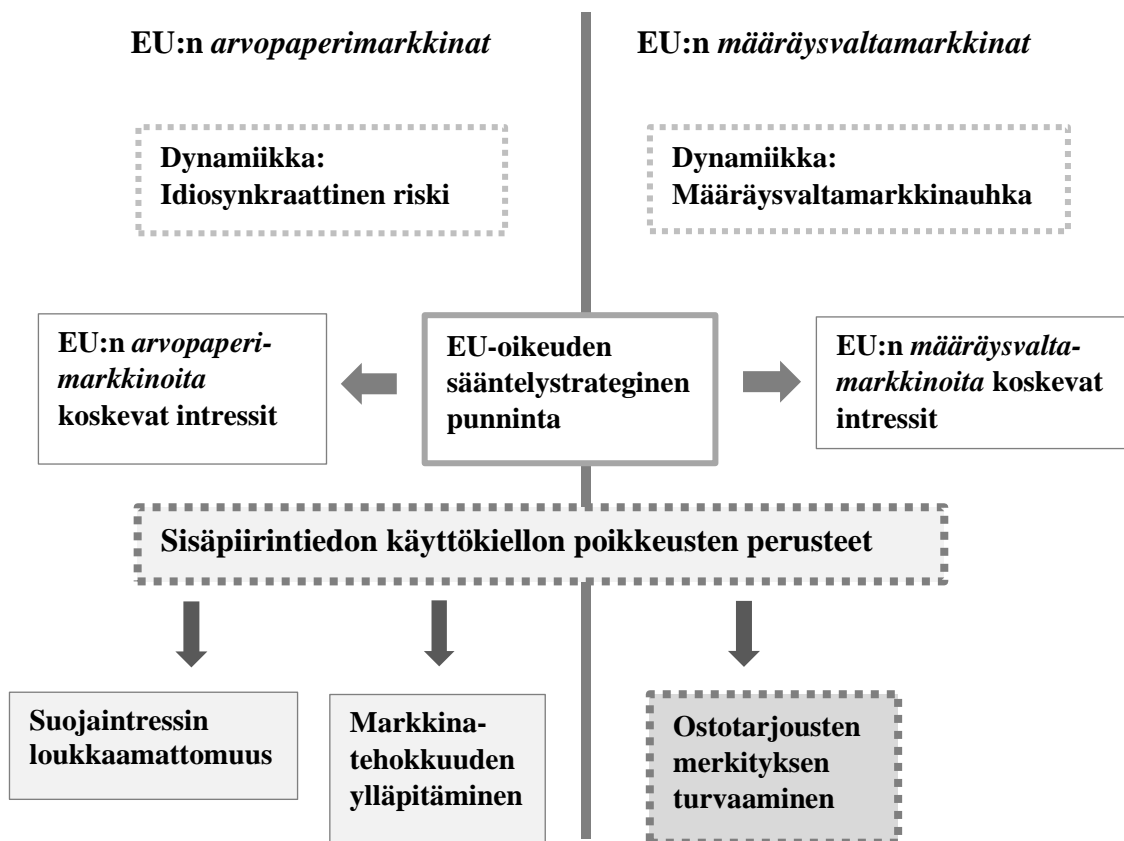
²⁷⁴ Ks. Knuts 2011, s. 222.

²⁷⁵ Ks. Davies 1991, s. 252, Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

²⁷⁶ Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

nähtävissä kokonaisvaltaisesti erillisenä sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeusperusteena. Tätä johtopäätöstä tukee osaltaan se, että Knuts itsekin tuo esille stake buildingin yhtenä ostotarjousprosessin osatekijänä.²⁷⁷ Tässä tutkimuksessa konstruoitu poikkeusperuste on *ostotarjousten merkityksen turvaaminen*, joka tukee sisäpiirintiedon käyttökiellon soveltumisen poikkeamisessa stake building -poikkeusta.

Sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksen perusteet



Kuvan rakentuminen perustuu vahvasti seuraaviin argumentaatioperusteisiin. Knutsin tarkastelussa ilmenee sisäpiirintiedon sallitun käytön osalta poikkeusperusteina *suojaintressin loukkaamattomuus* sekä *markkinatehokkuuden ylläpitäminen* (Ks. Knuts 2010b, s. 882). Näihin tuodaan tässä tutkimuksessa lisäksi omaksi poikkeusperusteeksi *ostotarjousten merkityksen turvaaminen*. Sen konstruoiminen perustuu seuraaviin seikkoihin. *Spector*-tapauksen 60 kohdasta ilmenee ostotarjousten merkitys rahoitusmarkkinoille (ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta). Kyseisen kohdan kontekstissa tulkittuna mainitut rahoitusmarkkinat hahmotetaan tässä tutkimuksessa melko laajassa määrin määräysvaltamarkkinoihin rinnastettavina. Nämä *Spector*-tapausta koskevat seikat tukevat määräysvaltamarkkinoiden merkitystä. Esimerkiksi Daviesin esille tuomassa tarjouksentekijän poikkeuksen argumentaatiossa ilmenevät määräysvaltamarkkinat ja niiden välineellinen merkitys resurssien tehokkaimmassa käytössä (Ks. Davies 1991, s. 252). Määräysvaltamarkkinoiden erillistä tunnistamista tukee myös Mähösen ja Villan (Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221) esille tuoma tarkastelu. Kokoavasti edellä olevat arvopaperimarkkinoista erillisten markkinaintressien tunnistamisen merkitykset puoltavat poikkeuksen perusteen konstruointia.

²⁷⁷ Ks. Knuts 2011, s. 222.

3.4 Stake building -poikkeuksen vastuuvapausperusteluonne

3.4.1 Stake building -poikkeuksen rikosoikeussystemaattinen arviointi

Edellä oleva stake buildingin -poikkeuksen oikeutusargumentaatio nosti tarkastelun markkinatasoiseksi avaten poikkeukselle keskeisen ulottuvuuden. Koska *prima facie* RL 51:1:n sanamuodon mukaisuus täyttyy²⁷⁸, mutta stake building on katsottu sallittavaksi²⁷⁹, on kuitenkin myös mielenkiintoista arvioida, miten stake building -poikkeus asemoituu suhteessa rikoksen rakenteeseen.²⁸⁰ Hahmotustapaa tukee myös se, että Melander on katsonut todennäköiseksi, että rikosoikeudellisesta vastuusta vapauttavia seikkojen positiota arvioidaan rikoksen rakenteeseen²⁸¹ kuuluvina.²⁸² Tässä tutkimuksessa omaksutaan *tilannesidonnainen* rikoksen rakennemalli, joka korostaa tasojensa oikeusvaikutuksia ja rikosvastuun elementtien tosiasiallista koostumusta.²⁸³

Tarkastelua toteutetaan soveltaen itsekriminointisuojan²⁸⁴ ja yleisen EU-oikeuden negatiivisena vaikutuksena olevan kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen²⁸⁵ osalta olevia seikkoja niiden stake building -poikkeukseen nähden olevan samankaltaisuuden vuoksi. Itsekriminointisuoja eli myötävaikuttamattomuusperiaatteessa kyse on rikoksesta

²⁷⁸ Ks. Knuts 2011, s. 179. Ks. Kurenmaa 2003, s. 139.

²⁷⁹ Ks. Knuts 2011, s. 222.

²⁸⁰ Tältä osin tutkimusintressi on yhtenevä itsekriminointisuojan rikosoikeussystemaattiseen mielenkiintoon. Nimittäin Frände on nostanut esille tietynlaisen paradoksaalisen tilanteen: ”Kun menettelystä, joka *prima facie* vaikuttaa toteuttavan rikoksen, ei rangaista, lukija odottaa saavansa tietää, miten sovellettu vastuuvapausperuste sijoittuu rikoskäsitteessä” (Frände 2011, s. 402 alaviite nro 3, ks. Melander 2013, s. 79). Sinänsä rikosoikeussystemaattista lähestymistapaa ei voida pitää vieraana sisäpiirisääntelyssä. Nimittäin sisäpiirisääntelyn taustalla olevista ristiriitaisista intresseistä arvopaperimarkkinoiden kontekstissa olevista oikeudenmukaisuudesta ja tehokkuudesta voidaan johtaa erilaisia oikeudellisia konstruktoita (Ks. esim. Knuts 2011, s. 180). Ks. myös Heinilä 2005, s. 269 – 270, jossa ”Oikeudellisen ratkaisun tekeminen voi yksittäistapauksessa edellyttää varsin laaja-alaisia oikeussystemaattisia tarkasteluja”. Systemaattiset rikosoikeudelliset arviot ovat sinänsä haastavia oikeushyvien osalta. Esimerkiksi Kukkonen näkee tietyiltä osin velallisen rikokset rinnasteisina verorikoksiin, sillä molemmissa ”välitön suojeleobjekti on sama”, minkä lisäksi molemmissa on yhdenmukaisuutta koskien varallisuuden salaamista sekä verotusta tai maksukyvyttömyyttä koskevan toimenpideprosessin kulkua (Kukkonen 2015, s. 33).

²⁸¹ *Rikosvastuun edellytykset* on kiteytetty *rikoksen yleiseksi rakenteeksi* tai *rikoksen yleiseksi tunnusmerkistöksi* (Koskinen 2004, s. 516). Rikoksen yleinen tunnusmerkistö tarkoittaa rikoksen rakennetta (Melander 2013, s. 69). Määritelmällisesti ”rikos on tunnusmerkistön mukaisesti oikeudenvastainen tekijässään syyllisyyttä osoittava inhimillinen teko” (Melander 2013, s. 69). Rikoksen määritelmällisyyttä ilmenee Ruotsin sääntelystä, ks. brottsbalk (BrB, 1962:700), jossa BrB 1 kap 1 § (lag [1994:458]): ”Brott är en gärning som är beskriven i denna balk eller i annan lag eller författning och för vilken straff som sägs nedan är föreskrivet.”

²⁸² Melander 2013, s. 87.

²⁸³ Ks. Melander 2013, s. 88.

²⁸⁴ Ks. itsekriminointisuoja rikosoikeudellisen vastuun poistavana perusteena Melander 2013, s. 78 – 83.

²⁸⁵ Ks. yleisen EU-oikeuden vuoksi kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisesta rikosoikeudellisen vastuun poistavana perusteena Melander 2013, s. 83 – 86.

epäillyn tai syytteessä olevan henkilön oikeudesta olla edesauttamatta oman syyllisyytensä arviointia.²⁸⁶ Itsekriminointisuojaan merkitystä on laajennettu oikeuteen ”olla ilmiantamatta itseään rikoksesta” tapauksessa KKO 2014:67²⁸⁷. Kuten stake buildingissä soveltuvan poikkeuksen kohdalla²⁸⁸, myös itsekriminointisuoja keskeistä on, ettei vastuuvapautta konstruoida rangaistussäännöksen suojatarkoituksesta käsin.²⁸⁹ Kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen osalta yhdenmukaisuutta stake building -poikkeukseen on ennen kaikkea asetelma vastuuvapausperusteen taustalla olevasta normatiivisen tason konfliktista, jossa mukana on *sisämarkkinavapauksien*²⁹⁰ ilmentämää EU-oikeutta.²⁹¹

Edellä todettujen yhdenmukaisuuksien vuoksi stake building -poikkeuksen arviointi juuri mainittuihin vastuuvapausperusteisiin voidaan katsoa perustelluksi. On huomattava, että Melanderin mukaan itsekriminointisuoja ja rikossäännöksen neutraloituminen ovat ”oikeudellisia haasteita” rikoksen rakennetta koskevan opin näkökulmasta.²⁹² Varsinkin itsekriminointisuoja on oikeuskirjallisuudessa esitetty erilaisia kantoja.²⁹³ Lisäksi Rankinen tuo esille itsekriminointisuojaan liitettävän käsitteellisen epäselvyyden suhteessa rikosoikeussystematiikkaan ja vastuuooppiin.²⁹⁴ Itsekriminointisuoja on käsitelty myös oikeuskäytännössä.²⁹⁵

²⁸⁶ Melander 2013, s. 78.

²⁸⁷ KKO 2014:67 kohta 9.

²⁸⁸ Ks. Knuts 2011, s. 222, jossa stake buildingin kohdalla sisäpiirintiedon käyttökiellosta poikkeamista argumentoidaan arvopaperimarkkinoiden tehokkuudella.

²⁸⁹ Stake buildingin kohdalla oikeutuksen argumentaatio nojaa arvopaperimarkkinoille koituvaan tehokkuuteen (Ks. Knuts 2011, s. 222) ja itsekriminointisuojaan kohdalla argumentaatiota ilmentää esimerkiksi KKO 2010:41:n kohdan 16 ilmaisu: ”B:ltä silloisessa asemassaan ei siis ole voitu vaatia muunlaista suhtautumista”, jolloin vastuuvapauden konstruoinnissa itsekriminointisuojaan kohdalla ei siis ole mielekästä arvioida asiaa rangaistussäännöksen oikeushyvän kautta.

²⁹⁰ Ks. Ojanen 2016, s. 2.

²⁹¹ Ks. Melander 2013, s. 84.

²⁹² Melander 2013, s. 87.

²⁹³ Tapauksen KKO 2010:41 kommentaarissa Frände on nähnyt mahdollisuuksina tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevan perusteen tai oikeuttamisperusteen (Frände 2011, s. 408, ks. myös s. 406). Kuitenkin vuoden 2012 teoksessa tapauksen osalta tuetaan vain oikeuttamisperustevaihtoehtoa (Ks. Frände 2012, s. 140). Tapanin mukaan itsekriminointisuoja on parhaiten hahmotettavissa RL 5:7:n mukaisena ”erityisenä henkilöön liittyvänä rangaistavuuden poissulkevana perusteena” (Tapani 2011, s. 590 – 591).

²⁹⁴ Rankinen 2013, s. 212.

²⁹⁵ Oikeuskäytännössä itsekriminointisuoja on tarkasteltu rikoksen rakenneoppiin nähden tapauksessa KKO 2010:41 (Melander 2013, s. 81. Ks. myös Frände 2011, s. 402). ”Kysymyksessä on ollut B:tä rangaistusseuraamuksilta suojannut vastuuvapausperuste, jonka oikeusvaikutukset rajoittuvat vain itse tekijään” (KKO 2010:41, kohta 16). Frände nostaa esille, että kyseinen ilmaisu nostaa esille RL 5:7:1:n (Frände 2011, s. 407). Oikeuskirjallisuudessa ei katsota perustelluksi korostaa RL 5:7:1:een viittaavaa korkeimman oikeuden kantaa (Ks. Frände 2011, s. 407, ks. Tapani 2011, s. 586, Ks. Melander 2013, s. 81). Itsekriminointisuojaan merkitys avunantovastuun kannalta ilmenee tapauksesta KKO 2012:16 (Melander 2013, s. 82). Tapauksessa todettiin ratkaisun KKO 2010:41 tukeutuen, ettei A:n itsekriminointisuoja estänyt B:n avunantovastuun toteutusta (KKO 2012:16, kohta 48. Ks. myös Melander 2013, s. 82). KKO 2012:16 kohdassa 48 todetaan seuraavaa: ”Vaikka A:lla on mainitulla perusteella ollut oikeus vaitioloon -- ei ole

3.4.2 Asemointi tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevaan perusteeseen

Vastuuvapausperusteena stake building -poikkeuksessa merkityksellistä voidaan katsoa olevan ns. *tosiasiallinen luonne*.²⁹⁶ Melander tuo esille, että ”kirjoittamattomat vastuuvapausperusteet” luovat oikeudellisen vaikutuksensa vastuuvapausperusteita koskevien ”sisällöllisten argumenttien” myötä.²⁹⁷ Vastuuvapausperusteita koskevassa argumentaatiossa keskeistä on *rikosoikeudelliseen vastuuoppiin* liitännäistä ratkaisua tukevien *oikeudellisia konstruktioita* koskevien *sisällöllisten perusteiden* määrittäminen.²⁹⁸ Arvioinnin voidaan nähdä konkretisoituvan oikeudellisena argumentaationa.²⁹⁹ Sekä itsekriminointisuoja³⁰⁰ että kansallisen rikossäännöksen neutraloituminen³⁰¹ ovat Melanderin tarkastelussa tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevia perusteita, jollaisena seuraavassa tarkastellaan myös stake building -poikkeusta.

Aluksi on perusteltua mieltää tarkasteltavan vastuuvapausperusteen hahmotus. Tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevan perusteen kohdalla kyse on siitä, että ”teko ei täytä tunnusmerkistöön sisältyvää kielletyn toiminnan kuvausta” siten poissulkien teon tunnusmerkistön mukaisuuden.³⁰² Huomionarvoista on, että Tapani hahmottaa tunnusmerkistön poissulkevien perusteiden olevan erilaisia.³⁰³ Sovellettaessa esimerkiksi Melanderin itsekriminointisuoja koskevaa näkemystä stake building -poikkeukseen on arvioitava, neutraloiko stake building -poikkeus rikostunnusmerkistön sekä onko stake buildingissä kyse objektiivisena tunnusmerkistötekijänä olevasta oikeudesta ja sen legitiimistä käyttämisestä.³⁰⁴

perusteltua katsoa tästä seuraavan, että myös B vapautuisi rangaistusvastuusta ryhtymisestään kerrottuun avunantotoimeen” (KKO 2012:16, kohta 48).

²⁹⁶ Ks. Melander 2013, s. 85, jossa tosiasiallisen luonteen keskeisyys on nostettu esille kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen kontekstissa.

²⁹⁷ Melander 2013, s. 87.

²⁹⁸ Melander 2013, s. 87.

²⁹⁹ Ks. Melander 2013, s. 87.

³⁰⁰ Melander 2013, s. 83. Sanatarkasti Melander määrittelee itsekriminointisuojan ”tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevana tilannesidonnaisena vastuusta vapauttavana perusteena, joka kulloinkin käsillä olevassa itsekriminointisuojan aineelliset edellytykset täyttävässä soveltamistilanteessa neutraloi rikostunnusmerkistön” (Melander 2013, s. 83). Huomionarvoista kyseisessä luonnehdinnassa voidaan pitää Melanderin käsitystä itsekriminointisuojan tilannesidonnaisuudesta. Toisaalta tämä on johdonmukaista hänen ennakkoinnillaan rikoksen rakenneopin tilannesidonnaisuuden korostumisesta (Ks. Melander 2013, s. 87).

³⁰¹ Melander 2013, s. 86.

³⁰² Tapani 2011, s. 584.

³⁰³ Ks. Tapani 2011, s. 585.

³⁰⁴ Ks. Melander 2013, s. 83.

Stake building -poikkeuksessa oikeutena ja sen legitiiminä käyttämisenä voitaisiin arvioida Daviesin esille tuomia *reward theoryn*³⁰⁵ liittyviä näkemyksiä etenkin siltä osin kuin kyse on käsityksestä tarjouksentekijöiden palkitsemis- tai hyvittämiskeinona olevasta kaupankäynnin mahdollisuudesta ostotarjousaikomus salassa pitäen.³⁰⁶ Toisaalta objektiiviseksi tunnusmerkistökijäksi kartoitettavaa oikeutta ja sen legitiimiä käyttämistä voidaan myös pitää epäsopivana stake building -poikkeuksen hahmotuksessa. Nimittäin Knutsin argumentoima *tehokkuushyöty* on stake buildingissä toteutettavan transaktion vaikutus.³⁰⁷ Arviointi riippuu siis valittavasta oikeutusargumentaatiosta. Selvempää sen sijaan on, että stake building -poikkeuksessa ei ole katsottava olevan sellaista oikeutta ja sen legitiimiä käyttämistä, joka vahvana perus- ja ihmisoikeudellisena normatiivisena merkityksenä ilmenee itsekriminointisuojan kohdalla.³⁰⁸

Edellä todetut havainnot eivät kuitenkaan estä stake building -poikkeuksen luonnehdintaa objektiivisena tunnusmerkistökijänä. Nimittäin sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeukset kuuluvat sisäpiirintiedon käyttökiellon negatiiviseen ulottuvuuteen.³⁰⁹ Sisäpiirintiedon käyttökiellosta muotoutuu *objektiiviset tunnusmerkistökijät*.³¹⁰ Näin myös stake building -poikkeus hahmottuu objektiiviseksi tunnusmerkistökijäksi. Tämä puoltaa Melanderin itsekriminointisuojaa koskevan hahmotuksen soveltamista stake building -poikkeuksessa.³¹¹

Melanderin hahmotuksissa arvioitaessa niin itsekriminointisuojaa kuin kansallisen rikossäännöksen neutraloitumista tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevana perusteena huomionarvoista on ns. normatiivisen tason konfliktin merkitys.³¹² Toisaalta jo lähtökohtaista samankaltaisuutta rikoksen rakennetta koskevan hahmotuksen osalta Melander havaitsee itsekriminointisuojan ja EU-oikeuden kansallisen rikossäännöksen

³⁰⁵ Ks. Davies 1991, s. 254 ja s. 255.

³⁰⁶ Ks. Davies 1991, s. 253 – 254.

³⁰⁷ Nimittäin Knuts tuo esille tehokkuuden markkinoille (ks. Knuts 2011, s. 222 ja s. 201) verrattuna markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden loukkauksesta syntyvään haittaan nähden (ks. Knuts 2011, s. 201) eli vastuuvapaus konstruoidaan vaikutusten kautta.

³⁰⁸ Itsekriminointisuoja on rikosprosessuaalinen ihmis- ja perusoikeus (Ks. esim. Melander 2013, s. 79 ja 83). Keskeinen on KP-sopimuksen 14 artiklan 3 kappaleen g kohta (Ks. Tapani 2011, s. 581).

Itsekriminointisuoja heijastavina säädöksinä Rankinen on eritellyt oikeudenkäymiskaaren (OK), rikoslain ja esitutkintalain (ETL) (Rankinen 2013, s. 214 – 215). Relevantteina säännöksinä Rankinen erittelee oikeudenkäymiskaaren osalta OK 17:24 ja OK 17:12 sekä rikoslain osalta RL 15:13 (Rankinen 2013, s. 214). Esitutkintalain kohdalla Rankinen liittyy itsekriminointisuojan kontekstiin säännökset ETL 4:3, ETL 7:10.1 (Rankinen 2013, s. 215). Niin ikään itsekriminointisuoja liittyy keskeisesti oikeuskäytäntöön (ks. Tapani 2011, s. 581 - 582).

³⁰⁹ Ks. Knuts 2011, s. 148.

³¹⁰ Knuts 2011, s. 5 – 6. Ks. myös Knuts 2011, s. 115 – 116.

³¹¹ Ks. Melander 2013, s. 83.

³¹² Ks. itsekriminointisuojan osalta Melander 2013, s. 83 ja kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen osalta Melander 2013, s. 84.

neutraloivan vaikutuksen välillä.³¹³ Niiden kesken on kuitenkin eroavuus neutraloitumisen ilmiöiden toteutumisessa. Itsekriminointisuojaassa *rikostunnusmerkistö* neutraloituu.³¹⁴ Sen sijaan kansallisen rikossäännöksen osalta kyse on *säännöksen* neutraloitumisesta ja sen vaikutuksesta tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkeutumisessa.³¹⁵

Itsekriminointisuojan ja EU-oikeuden neutraloivaa vaikutusta on perusteltua vertailla analyyttisesti argumenttien *stake building* -poikkeukseen soveltuvuuden hahmottamiseksi. EU-oikeuden neutralisoivassa vaikutuksessa kyse on siitä, että kansallista rikossäännöstä ei tulisi edes olla.³¹⁶ Eroavuus itsekriminointisuojaan on siten se, ettei itsekriminointisuojan oikeusperustan tällöin voida katsoa saavan aikaan vastaavaa normatiivisen tason konfliktia. Ottaen huomioon itsekriminointisuojan systemaattisen hahmotuksen tietynlaisen ikuisen ratkaisemattomuuden³¹⁷, voidaan eroavuuden perusteella todeta, että kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen määrittäminen tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkeväksi perusteeksi on siten analyyttisten perusteiden myötä argumentaatioltaan vahvempi kuin itsekriminointisuojan rikostunnusmerkistön neutraloitumisen kautta hahmotettu tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevan perusteen luonnehdinta.

Huomio kohdentuu seuraavaksi normatiivisen tason konfliktiin, jota arvioidaan ensin itsekriminointisuojan kohdalla. Melanderin näkemyksessä koskien itsekriminointisuojaa huomionarvoista on se, että hänen mukaansa itsekriminointisuojaassa on kyse normatiivisen tason perusteesta, joka poissulkee vastuun.³¹⁸ Itsekriminointisuojan hahmotus vaikuttaa Melanderilla pohjautuvan keskeisesti Tapanin esittämään näkemykseen normatiivisen tason konfliktista.³¹⁹ Oikeuttamisperustetta koskevaa vaihtoehtoa arvioidessaan Tapani nostaa esille nimittäin itsekriminointisuojan hahmotustavan, jossa ”itsekriminointisuoja palautuu yksilön oikeuksia koskevaan normatiiviseen perustaan”.³²⁰ Sinänsä Tapanin itsekriminointisuojan hahmotustavassa ilmenee itsekriminointisuojan aiheuttama konflikti nimenomaan normatiivisessa ulottuvuudessa.³²¹

³¹³ Melander 2013, s. 84.

³¹⁴ Melander 2013, s. 83.

³¹⁵ Melander 2013, s. 86.

³¹⁶ Melander 2015, s. 145.

³¹⁷ Ks. Rankinen 2013, s. 212.

³¹⁸ Melander 2013, s. 83.

³¹⁹ Ks. Melander 2013, s. 82 – 83, jossa selkeästi puolletaan ja viitataan Tapanin käsitykseen *normatiivisen tason ristiriidasta*.

³²⁰ Tapani 2011, s. 585.

³²¹ Tapanin mukaan itsekriminointisuojaassa on kysymys ”normatiivisen tason ristiriidasta” (Tapani 2011, s. 590). Ks. myös Melander 2013, s. 82 – 83.

Analyttinen huomio kohdentuu seuraavaksi stake building -poikkeukseen. Stake building -poikkeuksen oikeudellisen luonteen hahmottamiseksi³²² ratkaisevaa on, ettei poikkeuksella ole edellä todetun MAR 9 artiklan arvioinnin perusteella välitöntä oikeusperustaa.³²³ Kyse on stake building -poikkeuksessa kuitenkin konfliktinomaisesta tilanteesta siltä osin, että supistavan tulkinnan kontekstissa keskeinen on säädöksiin tukeutuvan rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen mahdollistama³²⁴ *informaation prosessointiperiaate*.³²⁵ Normatiivisena konfliktina voitaisiin hahmottaa tällöin markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatteen ja informaation prosessointiperiaatteen välinen jännite³²⁶. Kuitenkin informaation prosessointiperiaatteen taustalla on *markkinalähtöisyys*, joka on sisäpiiritiedon käyttökiellon *yleinen poikkeusperuste*.³²⁷ Tällöin jännitettä ei liene pidettävä erityisen oikeudellisena, minkä lisäksi se ei ole itsekriminointisuojaan kohdalla arvioidulla tavalla normatiivisen tason konfliktiin rinnastettava.³²⁸

On siten arvioitava muita normatiivisen tason konfliktin tilanteita. Huomio kohdentuu *rikossäännöksen* neutraloitumisen vaikutukseen teon tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkeutuvuudessa hyödyntäen hahmotusta yleisen EU-oikeuden kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisesta vastuuvapausperusteena.³²⁹ Stake building -poikkeus kuitenkin myös tässä eroaa normatiivisen tason konfliktin osalta. Kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisen kohdalla kyse on nimittäin kansallisen oikeuden ja EU-oikeuden välisestä konfliktista.³³⁰ Siten ei voida hahmottaa RL 51:1:n eli sinänsä EU-oikeudelliseen instrumenttiin pohjautuvan³³¹ rikossäännöksen neutraloitumista vastaavaa vaikutusta.³³²

Yleisen EU-oikeuden merkitys itsessään nostaa esille sisäpiirisäätelystä huomionarvoisen seikan *tulkinnan* osalta. Nimittäin sisäpiiritiedon käyttökiellon negatiivisessa ulottuvuudessa

³²² Oikeudellisen luonteen selvittäminen nojautuu itsekriminointisuojaan osalta painotettuun hahmotukseen oikeutena (Ks. Tapani 2011, s. 590 ja Melander 2013, s. 82 – 83).

³²³ Supistava tulkinta kuitenkin liittyy rikosoikeudelliseen laillisuusperiaatteeseen (Ks. Knuts 2011, s. 12).

³²⁴ Ks. Knuts 2011, s. 12.

³²⁵ Ks. Knuts 2011, s. 18.

³²⁶ Ks. kyseisestä jännitteestä Knuts 2011, s. 20.

³²⁷ Knuts 2011, s. 180.

³²⁸ Ks. Tapani 2011, s. 590.

³²⁹ Ks. Melander 2013, s. 83 – 86.

³³⁰ Ks. Melander 2013, s. 84.

³³¹ Ks. HE 65/2016 vp, s. 44.

³³² Toisaalta EU-oikeuden merkitys voisi nousta esille toisella tavalla. Stake building -poikkeuksessa voitaneen konstruoida *välillinen* sisämarkkinoiden vapauden käyttäminen ja tällöin myös arvioida mahdollisuutta Melanderin itsekriminointisuojaan osalta esille tuomana oikeutena sekä sen legitiiminä käyttönä, jolloin rikoksen rakennemallia koskevassa argumentaatiossa olisi kyse objektiivisesta tunnusmerkistökiteijästä ja rikostunnusmerkistön neutraloitumisesta (ks. Melander 2013, s. 83).

EU-oikeuden negatiivinen tulkintavaikutus supistaa rikosoikeudellista vastuuta.³³³ On kuitenkin huomattava se analyttinen ero, että EU-oikeuden negatiivinen *tulkintavaikutus* ja EU-oikeuden negatiivinen vaikutus vaikuttavat tässä kohdin eri tavoin. Sisäpiirisääntelyn osalta tulkinnalla konstruoidaan soveltamistilanteissa käyttökiellon alaa suppeammaksi.³³⁴ Sen sijaan negatiivisen vaikutuksen osalta merkitykselliseksi nousee arviointi kansallisen rikossäännöksen olemassaolon mahdollisuudesta.³³⁵ Ratkaisevaa on, että *stake building* -poikkeuksessa ei ole kyse rikossäännöksen olemassaolon arvioinnista.

Edellä todettu osaltaan vahvistaa sitä kokonaisvaltaista osatutkimustulosta, että *stake building* -poikkeus analyttisesti eroaa merkittävästi niin itsekriminointisuojusta kuin kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisesta. Kuitenkin erityisesti normatiivisen tason konfliktin tarkastelun myötä *stake building* -poikkeus on perusteltua hahmottaa poikkeavan enemmän kansallisen rikossäännöksen neutraloitumisesta kuin itsekriminointisuojusta.

Edellä eritellyn tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevan perusteen kontekstiin asemoituvan arvioinnin myötä on hahmotettavissa kokonaisvaltaisesti *stake building* -poikkeuksen rikosoikeussystemaattinen vastuuvapausperusteluonne. Lähtökohtana on arvopaperimarkkinaoikeudellinen systemaattinen hahmotus *stake building* -poikkeuksesta *varsinaisena poikkeuksena*³³⁶, jossa ei ole *kiellettyä riskinottoa* ja tämän osalta tarkemmin *ad hoc* -poikkeuksesta.³³⁷ Edempänä on todettu *stake building* -poikkeuksen hahmottuvan rikosoikeudellisesti objektiiviseksi tunnusmerkistökantajaksi. Ottaen lisäksi huomioon itsekriminointisuojan osalta Melanderin hahmottama tilannesidonnaisuus³³⁸ voidaan rikoksen rakennemalliin nähden puoltaa johtopäätöstä hahmottaa *stake building* -poikkeus *tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevana tilannesidonnaisena vastuuvapausperusteena, joka yksittäistapauksellisen intressipunninnan myötä todettavan tehokkuushyötyyn oikeutuksensa tukeutuen*³³⁹ *neutraloi rikostunnusmerkistön*³⁴⁰.

³³³ Knuts 2011, s. 129.

³³⁴ Knuts 2011, s. 129.

³³⁵ Ks. Melander 2015, s. 144 - 145.

³³⁶ Ks. Knuts 2011, s. 178 - 182.

³³⁷ Ks. Knuts 2011, s. 201.

³³⁸ Melander 2013, s. 83.

³³⁹ Ks. Knuts 2011, s. 201. Ks. myös Knuts 2011, s. 222.

³⁴⁰ Rikostunnusmerkistön neutraloituminen on myös itsekriminointisuojan vaikutus (Melander 2013, s. 83).

3.5 Fidusiaarisuus, luottamus ja informaatio stake building -menettelyssä

3.5.1 Kohdeyhtiön ja markkinoiden positio

Rikosoikeussystemaattisen hahmotuksen jälkeen stake building -poikkeuksen arvioinnin näkökulma palautetaan vahvemmin markkinoille, mutta seuraavassa arvioinnissa merkitystä saa myös selkeämmin kohdeyhtiön positio. Markkinoiden positiota tarkasteltaessa nousee esille juuri tässä tutkimuksen tarkastelutasossa keskeinen osakeomistus ja sen merkitys yhtiön määräysvalta-asetelmien muuttamisessa.³⁴¹ Stake building -menettely nimittäin aktualisoi liputuksen.³⁴² Liputussääntely³⁴³ kohdentuu informaatiopositiota koskevaan arviointiin.³⁴⁴ Stake buildingin kontekstissa voidaan todeta, että *liputusvelvollisuus* vaikuttaa *informaatiotasapainon* ylläpitoon.³⁴⁵ Lisäksi huomattavaa omistusta ja äänivaltaa koskevalla julkistamisen vaatimuksella tavoitellaan informaation tarjoamista yhtiön vallan käyttämisen muuttumisesta.³⁴⁶ Omistuksen julkistaminen liittyy ennen kaikkea yhtiön määräysvaltdynamiikan ja sen rakenteen paljastamiseen.³⁴⁷

On myös huomattava, että vallan käytön muutoksia koskeva informaatio vaikuttaa riskipreferenssien muutokseen.³⁴⁸ Tähän nähden on huomionarvoinen toinen seikka. Liputus nimittäin suojelee ostotarjouskontekstissa kohdeyhtiön osakkeenomistajien positiota.³⁴⁹ Mikäli kyseinen suojaa koskeva näkemys liitetään riskin kontekstiin, liputus vaikuttaa olevan eräänlainen *riskin hallinnan keino*. Laajennettaessa riskin tarkastelua on havaittavissa *sisäpiirisääntelyn* kytkeytyminen *markkinariskipositioiden*³⁵⁰ tarkasteluun. Vielä laajemmassa riskin kontekstissa huomataan, että arvopaperimarkkinoilla riskin

³⁴¹ Ks. Knuts 2011, s. 221 – 222 ja s. 222 alaviite nro 536.

³⁴² Ks. Knuts 2011, s. 222 – 223.

³⁴³ AML 9:5 (23.10.2015/1278) koskee omistus- ja ääniosuutta koskevaa ilmoitusvelvollisuutta. Pykälän mukaan osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (liputusilmoitus), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä (liputusraja). AML 9:6:ssä säädetään ääniosuutta koskevasta ilmoitusvelvollisuudesta.

³⁴⁴ Ks. Knuts 2011, s. 223.

³⁴⁵ Ks. Knuts 2011, s. 223.

³⁴⁶ Vahtera 2011, s. 452.

³⁴⁷ Davies 1991, s. 256, jossa: ”--the policy of compulsory disclosure whose aim is not so much to discourage insider dealing as to identify the significant controlling forces within a company, by requiring the beneficial ownership of shares to be disclosed, and to reveal actual or incipient changes in control”.

³⁴⁸ Vahtera 2011, s. 452, jossa tuodaan esille, että tieto yhtiön vallan käyttämisen muuttumisesta on tärkeää, sillä yhtiön omistuksen muuttumisesta seuraa tyypillisesti myös vallankäyttäjä-omistajien riskipreferensseissä tapahtuva muutos.

³⁴⁹ Knuts 2011, s. 223.

³⁵⁰ Ks. markkinariskipositiosta esim. Knuts 2011, s. 186, jossa *nollariskitransaktiossa* sisäpiirintiedon julkistamisen myötä muuttuvalla kurssilla ei ole vaikutusta *markkinariskipositioon*, jonka transaktio luo.

hahmotuksen tematiikassa liputuksen ja sisäpiirintiedon osalta on dynaamista samankaltaisuutta niiden elementtien tarkasteluun, joita osakeyhtiöoikeudellisessa kontekstissa oman ja vieraan pääoman ehtoisten sijoittajien kohdalla on hahmotettu *riskipositioiden* osalta.³⁵¹ Seuraavassa kohdennutaankin arvopaperimarkkinakontekstin osalta niin liputukseen ja omistustietojen julkistamiseen kuin sisäpiirisääntelyyn ja vertailukohtia nostetaan esille suhteessa osakeyhtiökontekstin toimijan riskipositioon. Intressinä on hahmottaa markkinoiden ja kohdeyhtiön osakkeenomistajien kannalta mainittujen riskipositioiden merkitystä stake buildingissä.

3.5.2 Informaation funktiot

Tarkastelu alkaa liputuksen funktioihin syventymällä. Liputusnormitus toimii esteenä vihamieliselle yritysvaltaajalle siten, ettei tämä voi vallata yhtiötä muiden tietämättä.³⁵² Toisaalta aikaisemman sääntelyn ajalta Kurenmaa on tuonut esille, että liputusnormitus ei edellytä julkistamaan potentiaalista ostotarjousta koskevaa aikomusta.³⁵³ Kuitenkin tämän painoarvoa voi katsoa kompensoivan eräs seikka. Nimittäin tarjouksentekijän tekemä kohdeyhtiön osakkeiden hankinta itsessään indikoi markkinoille mahdollista tulevaa ostotarjousta.³⁵⁴ Reagointimahdollisuuksia parantaa myös suoranainen normitus, sillä Davies on tuonut esille, että julkistamisnormitus koskien osakeomistusta (beneficial shareholdings) pyrkii välittämään tietoa markkinoille, jotta toiset markkinatoimijat voivat ryhtyä tarpeellisiin toimiin.³⁵⁵ Mikäli Daviesin esille nostaman seikan voidaan katsoa soveltuvan reagointimahdollisuusfunktionsa osalta myös liputukseen, voitaisiin myös hahmottaa, että vaikka Kurenmaan³⁵⁶ mukaisesti liputussääntely ei tuo esille ostotarjousaikomusta, silti liputussääntely toteuttaa kyseisiä funktioita *välillisesti*.

³⁵¹ ”Toimijoiden riskiposition pysyvyydellä tarkoitetaan esimerkiksi sitä, että maksukykyisen tai maksukyvyttömän osakeyhtiön omaisuuteen kohdistuvien vaateiden keskinäistä maksunsaantijärjestystä ja maksunsaantioikeutta ei horjuteta ilman, että toimintaympäristön muut toimijat saavat siitä tiedon tai voivat varautua oman riskipositionsa muuttumiseen” (Mähönen & Villa 2015, s. 169).

³⁵² Kurenmaa 2003, s. 137 – 138. Ks. myös Knuts 2011, s. 222 – 223. Nuolimaa on tuonut esille vuoden 1989 yritysvaltausta koskevassa kirjoituksessaan, että silloin käytännössä yritysvaltaaja pystyi hankkimaan osakkeita ilman yhtiöjohdon tietoisuutta, sillä velvollisuutta osakkeiden omistuksen julkistamiseen tai jokaista osakkeenomistajaa koskevaa liputusvelvollisuutta ei ollut (Nuolimaa 1989, s. 2). Nuolimaa kuvaa kirjoituksensa aikaisen lainsäädännön tilaa, josta puuttuivat niin osakkeiden rekisteröintipakko kuin omistuksen julkistamisvelvoite, yritysvaltaajan kannalta ilmaisulla ”erityisetu” (Nuolimaa 1989, s. 2).

³⁵³ Kurenmaa 2003, s. 138.

³⁵⁴ Davies 1991, s. 261.

³⁵⁵ Davies 1991, s. 261.

³⁵⁶ Kurenmaa 2003, s. 138.

On kuitenkin huomattava sisäpiirisääntelyn aktualisoituminen; tieto ostotarjouksesta arvioidaan suhteessa sisäpiirintiedon määritelmään.³⁵⁷ Keskeinen onkin MAR:in julkistamisvaatimus.³⁵⁸ Sisäpiirisääntelyssä julkistamista tarkastellaan myös teoreettisessa ulottuvuudessa fiduciary duty -teoriassa, joka suuntaa huomion Yhdysvaltoihin. Teorian mukaan Rule 10b-5 on kieltona sisäpiiritiedon käytölle, kun sisäpiiriläisellä on tiedon julkistamisvelvollisuus (disclosure duty). Kyseisen velvollisuuden muodostumisen taustaan voidaan liittää yhdenmukaisuutta fidusiaariseen suhteeseen (fiduciary relationship) nähden.³⁵⁹ *Chiarella v. United States* -tapauksessa velvollisuus hahmotettiin seuraavasti:

”But such liability is premised upon a duty to disclose arising from a relationship of trust and confidence between parties to a transaction” (*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980), s. 230. Ks. Kraakman 1991, s. 42).

Merkityksellisenä hahmotuksessa voidaan pitää julkistamisvelvollisuuden konstruointia *luottamusta* koskevasta relaatiosta. Informaation funktioiden heijastuminen normitukseen ilmenee myös osakeyhtiöoikeudessa tarkastellusta *sijoittajan riskiposition*³⁶⁰ kontekstista. Toimijoiden riskipositioiden pysyvyydestä konstituoituu nimittäin tiedollisia intressejä riskipositioita horjuttavista tekijöistä. Tämä heijastuu osakeyhtiön informaatiolle kohdistettaviin edellytyksiin, mikä selittää muun muassa OYL:n tilinpäätösnormituksen luonnetta ja funktion merkitystä informaation tuojana.³⁶¹ Kokonaisvaltaisesti vertaillen voidaan linjata, että niin koko arvopaperimarkkinakontekstin osalta kuin osakeyhtiökontekstissa riskipositioiden kannalta tehtävä arviointi tavoittelevat samankaltaisia sääntelyfunktioita osakkeenomistajien toimien tietoisuuden edistämiseksi.

3.5.3 Fidusiaarisuuden ja luottamuksen hahmotukset

Laaja-alaisessa arvioinnissa voidaan tarkastella myös tutkimuksen toisena lähtökohtana olevaa lojaliteettia. Huomio kohdentuu osakeyhtiöoikeudelliseen kontekstiin ja sen osalta

³⁵⁷ Ks. esim. Knuts 2011, s. 221.

³⁵⁸ MAR 17 artiklan 1 kohdan ensimmäisen alakohdan mukaan: ”Liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava yleisölle mahdollisimman pian sisäpiirintiedosta, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaa” (MAR, EUVL L 173, s. 34, Ks. AML 6:1). Julkistamisedellytyksen osalta MAR on yhdenmukainen sääntelylogiikkaan, sillä yleisellä tasolla hahmotettuna sisäpiirisääntelyssä yksi ratkaisu on tiedon julkistaminen; nimittäin ks. Davies 1991, s. 261, jossa Davies tuo sisäpiirinsääntelyn tarkoitusten tasolla esille, että sisäpiiriläisen epäoikeudenmukainen positio tulee poistaa ennen transaktiota sisäpiirintiedon julkistamisella tai jättää transaktio toteuttamatta.

³⁵⁹ Kraakman 1991, s. 42.

³⁶⁰ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 169.

³⁶¹ Mähönen & Villa 2015, s. 170.

etenkin fidusiaarisuuteen. Nimittäin Mähönen ja Villa näkevät muun muassa määräävällä osakkeenomistajalla olevan *fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus* yhtiöön ja siten sen kaikkiin osakkeenomistajiin nähden.³⁶² Kuitenkaan stake buildingissä tarjouksentekijän ei ole katsottava olevan määräävän osakkeenomistajan asemassa.³⁶³ Tällöin myöskään fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus ei ole välittömästi relevantti stake building -poikkeuksessa tarjouksentekijän kohdalla.

Yhtiöoikeuden ohella fidusiaarisuuden hahmotus ei ole myöskään perusteltavissa sen tunnistavassa sisäpiirisääntelyn teoriaulottuvuudessa.³⁶⁴ Esimerkiksi fiduciary theoryn mukaisen relaatioiden fidusiaarisuudella operoinnin on nähty aikaansaavan rajautuneisuutta.³⁶⁵ Myös Kraakman kritisoi fiduciary duty -teorian lähtökohtia tuomioistuinten toteuttamassa fidusiaaristen velvollisuuksien relaatioiden hahmottamisessa.³⁶⁶ Lisäksi nimenomaan tarjouksentekijän transaktion osalta Davies on tuonut esille arvion asetelman tietynlaisesta epäsoveltuvuudesta suhteessa tyypilliseen sisäpiirikauppatilanteeseen. Se ilmentyy yhdessä ulottuvuudessa siten, ettei tarjouksentekijän kohdalla voida hahmottaa fidusiaarista relaatiota kohdeyhtiöön tai sen osakkeenomistajiin nähden.³⁶⁷ Siten stake buildingissä fidusiaarisuutta koskeva argumentaatio ei sovellu myöskään sisäpiirisääntelyn kautta. Oma kysymyksensä olisi, missä määrin AML 9 luvun informaatiota antavaa *liputusilmoitusta* koskevassa *ilmoitusvelvollisuudessa* voitaisiin hahmottaa olevan kyse fidusiaarisesta suhteesta etenkin liputuksen kohdeyhtiön osakkeenomistajien suojaamisfunktion vuoksi.³⁶⁸

Toisaalta fidusiaarisuuden sijaan on kuitenkin huomattava *luottamuksen* painoarvo. Arvopaperimarkkinoilla luottamuksella on ratkaiseva merkitys.³⁶⁹ Luottamus onkin eri

³⁶² Mähönen & Villa 2015, s. 363.

³⁶³ Nimittäin tarjouksentekijän intressissä on nimenomaan määräysvallan hankkiminen stake buildingillä (Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536 ja s. 221 – 222).

³⁶⁴ Kraakmanin tarkastelussa ilmenee ”the fiduciary duty theory” (Ks. esim. Kraakman 1991, s. 42 – 43). Daviesin arvioinnissa on ”the fiduciary theory” (ks. Davies 1991, s. 251).

³⁶⁵ Ks. Davies 1991, s. 251.

³⁶⁶ Ks. Kraakman 1991, s. 43. Kyseisen teorian Kraakmanin kritiikkiä kuvaa seuraava siteeraus: ”[A] theory based on fiduciary duties fails to provide functional arguments for assigning trading rights in non-public information. A court can simply assert a fiduciary duty in order to reach a desired result. A better approach would be to ask why *should* the Supreme Court find a fiduciary duty given the particular contractual and legal matrix that ties the putative insider to public shareholders.” (Kraakman 1991, s. 43. Alleviivaus tässä.) Kritiikissä huomionarvoisena voidaan pitää näkemystä tuomioistuimen tietynlaisen mielivallan riskistä.

³⁶⁷ Davies 1991, s. 248, ks. myös s. 251 ja Kurenmaa 2003, s. 139.

³⁶⁸ Ks. Knuts 2011, s. 223.

³⁶⁹ Knuts 2011, s. 118, jossa tuodaan esille, että *idiosynkraattisen riskietumatkan* käyttäminen loukkaa markkinatoimijoiden luottamusta. Luottamuksessa normituksella on keskeinen merkitys. Nimittäin sisäpiirikauppojen kielto ja omistuksen julkistamisvaatimus (”the requirement of disclosure of beneficial shareholdings”) edistävät arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettavan luottamuksen vahvistamista (Davies

tavoin nostettu esille esimerkiksi MAR:ssa.³⁷⁰ Luottamuksen keskeisyys ilmenee myös yhtiöoikeudessa riskipositioiden osalta. Jo käsitteellisesti arvioitaessa sijoittajan riskipositiossa painottuvat *luottamus* ja *luottamuksensuoja*.³⁷¹ Luottamuksen merkitystä voidaan pitää ratkaisevana, sillä se vaikuttaa välittömästi toimijan riskiposition määrittämisessä.³⁷² Keskeistä on myös se, että osakeyhtiökontekstissa on *oikeus luottaa* toisten toimijoiden menettelyn ja riskiposition pysyvyyteen tavanomaisten rajojen puitteissa.³⁷³ Näkemykset kuvastavat luottamuksen merkitystä ja lähenevät toiminnaltaan tietyssä määrin kytköstä yhtiön omistuksen muuttumisen vaikutuksesta riskipreferensseihin.³⁷⁴

Kokoavasti edellä olevan tarkastelun perusteella normituksesta riippuen hahmotustavat ja sääntelyratkaisut vaihtelevat, mutta ne kaikki tuovat kuitenkin esille stake buildingissä vaikuttavat arvopaperimarkkinaoikeudelliset ja osakeyhtiöoikeudelliset relaatiot ja niissä keskeisen luottamuksen painoarvon. Näissä relaatioiden dynamiikassa informaatio luo oman jännitteensä, mikä muodostaa liputuksesta yhden legitimaation perusteen stake building -poikkeuksen oikeutuksen kokonaisvaltaisessa arvioinnissa.³⁷⁵

3.6 Stake building -poikkeus ostotarjousten edistämiskeinona

Edellä oleva liputuksen merkitystä sekä markkinoiden ja kohdeyhtiön positiota luottamusta painottaen tuo kokonaisvaltaisuutta stake building -poikkeuksen arviointiin. Kuitenkin liputuksen käyttöön liittyy myös tarjouksentekijää korostavaa sääntelystrategista huomionarvoisuutta. Yhtiön omistusta ja kontrollimuutoksia koskevien julkistamislinjausten ankaruus heijastuu nimittäin rajoittavasti tarjouksentekijän stake

1991, s. 261). Ks. myös Knuts 2011, s. 19, jossa markkinoita kohtaan tunnettavan luottamuksen nähdään vaativan markkinatoimijoiden kesken todettavaa *yhdenvertaisuutta*.

³⁷⁰ MAR:issa sisäpiiritieto vaikuttaa *rahoitusmarkkinoiden luotettavuuteen* sekä *sijoittajien luottamukseen* (Ks. MAR johdanto-osan 23 perustelukappale, EUVL L 173, s. 5). Sisäpiiritietoa laajemmassa kontekstissa voidaan MAR:issa luottamuksen todeta hahmotettavan mm. markkinoihin tai arvopapereihin kohdistuvana *yleisenä luottamuksena* (Ks. MAR johdanto-osan toinen perustelukappale, EUVL L 173, s. 1).

³⁷¹ Mähönen & Villa 2015, s. 169.

³⁷² Mähönen & Villa 2015, s. 169.

³⁷³ Mähönen & Villa 2015, s. 169, josta ilmenee myös, että tavanomaiset rajat määräytyvät osakeyhtiötä koskevasta informaatiosta.

³⁷⁴ Ks. Vahtera 2011, s. 452.

³⁷⁵ Ks. Davies 1991, s. 256, jossa omistuksen julkistamisen nähdään tuovan jännitettä tarjouksentekijän poikkeuksen oikeutuksen punnintaan: ”[The policy of compulsory disclosure of shareholdings] has been developing, which tends to challenge the, perhaps in any case rather glib, reconciliation of the policies of investor protection and bidder reward--” (Davies 1991, s. 256). Liputuksen funktio legitimiisyyttä luovana on samankaltainen kuin ostotarjouspoikkeuksen osalta tasapainottavaksi nähty tarjousasiakirjan laatimis- ja julkistamisvelvollisuus (Ks. Knuts 2011, s. 226).

building -position muodostamisvapauteen nähden.³⁷⁶ Julkistamisvaatimusten suhteen Davies tuo esille mahdollisen sääntelystrategisen jännitteen³⁷⁷, jonka tosiasiallista konkretisoitumista estävät julkistamisvaatimusten osalta julkistamisvelvollisuuden rajan korkeus ja julkistamisajan pituus.³⁷⁸ On perusteltua nähdä liputussäännösten markkinatoimijoita informoivan merkityksen³⁷⁹ vaikuttavan tarjouksentekijän kannalta samankaltaisesti. Tällöin liputussäännösten merkitys ostotarjousten edistämässä määrittäyty stake building -poikkeuksen tehokkuuden riippuvuudeksi normituskokonaisuudesta.

Stake buildingiin liitettävien muiden ostotarjousten toteutumisen sääntelytavoitteellisten linjausten luotaaminen olisi tutkimuksen kannalta perusteltua. Vaikka stake building -poikkeuksen tarkastelun näkökulmaa olisi siten syytä laajentaa, kuitenkin yleistetyn arvioinnin tarkoituksenmukaisuus on *prima facie* kyseenalaistettavissa. Nimittäin *ad hoc -poikkeuksissa* on kyse yksittäistapauksellisuudesta markkinoiden kannalta tehtävän ratkaisuperusteen punninnassa.³⁸⁰ Toisin on *standardisoitujen poikkeusten* kohdalla, jotka säännösperustaisina poikkeuksina itsessään kiteyttävät intressien keskinäisen asemoinnin.³⁸¹ Kuitenkin *ad hoc* -luonteesta huolimatta stake building -poikkeusta on mahdollista katsoa voitavan arvioida *ostotarjousten edistämiskeinona*.³⁸² Tällöin *ad hoc* -luonteisuuden voi katsoa ennemminkin optimoivan stake building -poikkeusta ostotarjousten edistämiskeinona tehdessään siitä toimintakontekstin huomioidessaan sisäpiirisääntelyn kaltaisen yhteiskunnallisen ohjauskeinon³⁸³. Tärkeää on myös huomata, että Davies tarkastelee tarjouksentekijän poikkeusta yleisten sääntelytavoitteiden tasolla.³⁸⁴

³⁷⁶ Davies 1991, s. 256.

³⁷⁷ "--inconsistency in policy terms in releasing the bidder from the insider trading restrictions, in order to reward it for its search costs, whilst at the same time requiring disclosure of the steps taken by the bidder to reap its reward" (Davies 1991, s. 261 – 262).

³⁷⁸ Davies 1991, s. 262.

³⁷⁹ Ks. Knuts 2011, s. 222 – 223.

³⁸⁰ Ks. Knuts 2011, s. 201. Kokonaisuudessa saattaa aktualisoitua myös *warehousing*, joka tarkoittaa liputusvelvollisuuden rikkomisen jälkeistä stake buildingin jatkamista julkisten ostotarjousten kontekstissa, joka aktualisoi myös sisäpiirintiedon käyttökiellon vastaisuuden (Knuts 2011, s. 223 ja s. 223 alaviite nro 543). "*Warehousing* är ett handelsmönster som är nära besläktat med *parking*" (Knuts 2010a, s. 318).

³⁸¹ Knuts 2011, s. 201.

³⁸² Tämä tukeutuu vahvasti Daviesin esille tuomaan arvioon poikkeuksen tarkoituksesta. Nimittäin: "--a rationale for the take-over bidder exemption that depends peculiarly upon the facts of the bid situation. The specific reasoning which leads to this exemption cannot by itself be used to deal with the conundra posed by analogous situations, but the style of reasoning may have greater potential for extension." (Davies 1991, s. 253.)

³⁸³ Ks. Knuts 2011, s. 12 - 13.

³⁸⁴ Ks. esim. Davies 1991, s. 252.

Arvioitaessa stake building -poikkeusta ostotarjousten edistämiskeinona on huomioitava poikkeuksen paikantuminen sisäpiirintiedon käyttökiellon negatiiviseen ulottuvuuteen.³⁸⁵ Knuts on nimittäin eritellyt arvopaperimarkkinoiden osalta *markkinalähtöisyyttä* rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen jättäessä sille tilan.³⁸⁶ Sovellettaessa tätä stake building -poikkeuksen kohdalla rikosoikeudellinen laillisuusperiaate *prima facie* jättää tilan jopa *effet utilen*³⁸⁷ tematiikan aktualisoiville EU:n voimakkaillekin ostotarjousten edistämistavoitteille.³⁸⁸

Kieltämättä päätelmä vaikuttaa melko suoraviivaiselta. Onkin totta, että ostotarjousten edistäminen sisältää implisiittisen myönteisen asennoitumisen ostotarjousten toteutumiseen.³⁸⁹ Tämä lähtökohta on kuitenkin horjutettavissa, kuten Daviesin näkemyksistä ilmenee; tarjouksentekijän poikkeuksen kohdalla tarjouksentekijän menettelyn sallittavuuden argumentaatio suhteessa arvopaperimarkkinoiden intresseihin nähden on erilainen, jos suhtautuminen ostotarjouksiin kokonaisvaltaisesti on kielteinen.³⁹⁰ On myös huomattava, että määräysvaltamarkkinoihin voidaan liittää myös tietynlainen arvottamisen epävarmuus.³⁹¹ Daviesin näkemyksistä voidaankin painottaa suhtautumisen ja arvottamisen merkitystä, jolloin stake building -poikkeus näyttäytyy ostotarjousten edistämisessä hieman epävarmana keinona.

Asennoituminen ja arvottaminen voitaisiin liittää myös arvopaperimarkkinoiden kontekstiin.³⁹² Arvopaperimarkkinaintressien arvottamisen tarkastelua ei ole kuitenkaan mielekästä toteuttaa oikeushyvän kautta siihen liittyvän arvottamisen suhteellisuuden³⁹³ ja

³⁸⁵ Ks. poikkeusten asemoitumisesta sisäpiirintiedon käyttökiellon negatiiviseen ulottuvuuteen Knuts 2011, s. 119.

³⁸⁶ Ks. Knuts 2011, s. 12.

³⁸⁷ *Effet utile*, tehokkuusperiaate on kytköksissä teleologiseen tulkintaan ja se tarkoittaa EU-oikeuden maksimaalisen tehokkaaseen mahdollistumiseen pyrkivää tulkintaa (Ojanen 2016, s. 51, s. 52). EU-rikosoikeuden kontekstissa on tuotu esille, että täytäntöönpanokysymysten ja lainsäädännöllisen toimivallan keskinäiskonfliktit on ratkaistu *effet utilen* avulla (Herlin-Karnell 2012, s. 61).

³⁸⁸ Ks. esim. ostotarjousten ja rahoitusmarkkinoiden relaatiosta Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 60 kohta.

³⁸⁹ Ks. Davies 1991, s. 253, jossa tarjouksentekijän toimien sallimisen hahmottaminen merkittävämmäksi kuin arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden varmistaminen perustuu ostotarjousten kokonaisvaltaisesti arvioituihin positiivisiin vaikutuksiin esim. yhtiöjohdon tehostumukseen vaikuttamiseksi.

³⁹⁰ Davies 1991, s. 253, jossa: "If, on the other hand, the view is taken that take-over bids are, on the whole, undesirable, because, say, they cause industrial management to take too short a term view of the performance of their companies and discourage investments with longer-term pay back periods, then the force of the argument to be placed in the scales against full protection of confidence in the securities markets is much reduced".

³⁹¹ Davies 1991, s. 262, jossa tuodaan esille "--uncertainty about the overall societal value of an active market in corporate control".

³⁹² Ks. Davies 1991, s. 253, jossa tunnustetaan sisäpiirisääntelyn mahdollinen funktio. Ks. myös Melander 2002, s. 946, jossa tuodaan esille *oikeushyvien arvottamisen suhteellisuus*.

³⁹³ Melander 2002, s. 946.

oikeushyvän sisällön hahmottamisen problematiikkojen³⁹⁴ vuoksi.³⁹⁵ Stake building -poikkeuksen kohdalla arvopaperimarkkinoiden arvottamista koskevan kysymyksen lieneekin perustelluinta hahmottaa saavan vastauksensa Daviesin esille tuomasta näkemyksestä tarjouksentekijän eduksi tapahtuvasta sisäpiirisääntelyintressien suojaamisen väistymisestä.³⁹⁶ Sinänsä tätä tarkasteleva tematiikka avautuisi melko syvällisesti.³⁹⁷ Arvopaperimarkkinaintressien osalta kyse voisi olla siitä, missä määrin stake building -transaktion sallittavuudessa sivuutetaan markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatteen funktioita ja tausta-arvoja *oikeudenmukaisuutta*³⁹⁸ ja siihen tukeutuen markkinoiden luottamuksen osalta keskeistä *yhdenvertaisuutta*³⁹⁹ tai *markkinoiden puolueettomuutta*⁴⁰⁰ sääntelytavoitteiden tasolla.⁴⁰¹ Näiden myötä edelleen kannanottojen laajoissa ulottuvuuksissa yllettäisiin viimein *rikosoikeusideologiaa*⁴⁰² koskeviin kysymyksenasetteluihin.⁴⁰³

Rikosoikeudellisen sääntelystrategian arvioinnissa rikosoikeuden käytön tarkastelun keskeisyys ilmenee etenkin EU-rikosoikeuden kontekstissa esiintyneen *tehokkuusorientaation*⁴⁰⁴ ja rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen välisen jännitteen⁴⁰⁵

³⁹⁴ Ks. Koskinen 1974, s. 53.

³⁹⁵ Lisäksi yhtenä problematiikkana voisi olla se, ilmenisikö stake building -poikkeuksen arvioinnissa vastaavankaltaisia asemointiongelmia, joita Tapani on nähnyt itsekriminointisuojaan suhteessa teleologiseen tulkintaan ja siinä keskeiseen oikeushyvän hyödyntämiseen (Ks. Tapani 2011, s. 585). On myös huomattava, että Knuts on poikkeusten tarkastelun osalta toteuttanut hahmotuksen markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden loukkauksen haitan kautta (Ks. Knuts 2011, s. 201, ks. s. 222).

³⁹⁶ Ks. Davies 1991, s. 253.

³⁹⁷ Tätä tukee esim. oikeushyvien punnintaan kytkeytyvä kriminaalipoliittisuus (Ks. Melander 2002, s. 946).

³⁹⁸ Markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaate pyrkii oikeudenmukaisuuteen ja argumentoi sisäpiirisääntelyn puolesta (Knuts 2011, s. 180).

³⁹⁹ Yhdenvertaisuus tukee markkinatoimijoiden arvopaperimarkkinoille osallistumisen intressejä ja yhdenvertaisuuden myötä luottamus markkinoiden toimintaan vaikuttaa positiivisesti arvopaperimarkkinoille (Knuts 2011, s. 19).

⁴⁰⁰ Ks. HE 157/1988 vp, s. 3, jossa tuodaan esille, että markkinoiden puolueettomuus tarkoittaa markkinoiden avoimuutta kaikille sijoittajille, sijoittajien yhdenvertaisia mahdollisuuksia hyödyntää kaupankäynnissään arvopapereihin ja liikkeeseenlaskijoihin liittyvää informaatiota sekä arvopapereiden hinnanmuodostuksen riippumattomuutta yksittäisten tahojen säätelystä.

⁴⁰¹ Ks. Davies 1991, s. 256, s. 252 – 253. Ks. Melander 2002, s. 946.

⁴⁰² Ks. Nuotio 1998, s. 4, jossa rikosoikeuden systematisointi perustuu puitteistoon, jossa oman osansa muodostavat kulttuuristen tekijöiden lisäksi systematisoijan taustapresumptiot ja arvot ja tämän tason Nuotio nimeää *rikosoikeusideologiaksi*.

⁴⁰³ Oma arviointi muodostuisi siitä, missä määrin muuttunut EU-rikosoikeudellinen arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntely ilmentää konfliktia sääntelyratkaisutason ja rikosoikeudellisen ohjauksen tietynlaisesta konfliktista. Nimittäin EU-relaatioissa käytetyt sääntelyratkaisuhahmotelmat pohjautuvat pitkälti taustalla vaikuttaviin käsityksiin rationaalisesti toimivista subjekteista ja toimintakontekstin muutoksia seuraavista yritysistä, kun taas rikosoikeudellisessa ohjaustoiminnassa lähtökohdat ovat erilaiset, sillä sanktioiden ja pelotuksen kontekstin asemesta keskeistä on sääntöjen hyväksyttävyyys (Nuotio 2010, s. 17).

⁴⁰⁴ Tehokkuuden varmistaminen aktualisoitui muun muassa *Spector*-tapauksessa (ks. Melander 2012, s. 515).

⁴⁰⁵ Melander 2012, s. 514, jossa tuodaan esille, että talousrikosasioissa EU-tuomioistuimissa EU-oikeuden täyden tehokkuuden turvaamisen vaatimuksen ja rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen relaatio on ollut

kautta. Vuonna 2012 on ennakoitu, että talousrikosoikeudelliset katsantotavat koskevat EU:n tehokkuutta painottavaa asennoitumista, jossa ”rikosoikeus ymmärretään nimenomaan keinona tietyn ei-toivottavan ilmiön torjumiseksi”.⁴⁰⁶ On myös ennakoitu EU:n rikosoikeudellisen huomion kohdentuvan talousrikoksiin ja tällöin tehokkuusorientaation voimistumista mahdollisesti aiemman turvallisuusparadigman sijaan.⁴⁰⁷ Näkemykset voidaan katsoa konkretisoituneen arvopaperimarkkinaoikeuden kohdalla. Nimittäin tehokkuusorientaatoriskin arvioinnin kannalta on huomionarvoinen osaltaan EU:ssa tavoiteltu sääntelystrategisen asennoitumisen muutos, jota nykyinen normitus ilmentää.⁴⁰⁸

EU-oikeudellisten sääntelyjen myötä tavoitetaan myös tämän tutkimuksen tarkastelukulmaan asetettu normatiivinen legitimiisyys siltä osin kuin kyse on sen tunnistamista seikoista oikeuden syvärakenteessa olevan demokratiaperiaatteen kontekstissa.⁴⁰⁹ EU-instrumenttien osalta tehokkuusorientaatiota painottaa⁴¹⁰ nimittäin myös EU-jäsenvaltioiden kannalta ongelmallinen⁴¹¹ ja käyttöä ennakoitun⁴¹² MAR:in oikeusperustana oleva SEUT 114 artikla⁴¹³. EU-rikosoikeudellisen oikeusperustan kontekstissa Herlin-Karnell on nostanut esille markkinoiden määrittämisen keskeisyyden ja sen liitännän EU:n markkinaintressien (*market orientation*) vaikeaan yhteensovittamiseen rikosoikeudelliseen ympäristöön.⁴¹⁴

paineen alla ilmentäen, kuinka EU-oikeuden tehokkuuden tavoittelusta voi seurata eri pyrkimysten ja periaatteiden keskinäinen punninta.

⁴⁰⁶ Melander 2012, s. 527.

⁴⁰⁷ Melander 2012, s. 527.

⁴⁰⁸ Ks. esim. MAR johdanto-osan neljäs perustelukappale, EUVL L 173, s. 2. On myös huomattava EU-oikeudellisten instrumenttien oikeuslähdeluonne. Nimittäin yhteisön oikeus on jäsenmaiden hyväksymä oikeuslähte (Tuomio 5.2.1963, *van Gend & Loos*, 26/62, EU:C:1963:1, s. 167). Nuotio on tuonut esille vuonna 2004, kuinka EU-rikosoikeuden toisen linjan, vastavuoroisen tunnustamisen ilmentämää prosessuaalista ulottuvuutta koskevien keinojen omaksuminen voisi johtaa tarpeeseen harmonisoida aineellista rikosoikeutta, vaikkakin tämä olisikin juuri saattanut ehkä olla ollut lähtökohtaisesti pyrkimyksenä välttää valittaessa kyseisen linjauksen toimet (Nuotio 2004, s. 172 – 173). Tämä vaikuttaa toteutuneelta ennusteelta EU-rikosoikeudellisen markkinoiden väärinkäyttösääntelyn kohdalla.

⁴⁰⁹ Ks. Tuori 2000, s. 263.

⁴¹⁰ Talousrikosoikeuden kontekstissa oikeusperustana SEUT 114 artikla painottaa tehokkuusorientaatiota (Melander 2012, s. 517).

⁴¹¹ SEUT 114 artikla on nostettu ongelmalliseksi sen erotessa SEUT 83(2) artiklasta jäsenvaltioiden SEUT 83(3) artiklan kaltaisen hätäjarrumekanismin puutteen vuoksi (Melander 2012, s. 516 – 517. Ks. myös Herlin-Karnell 2012, s. 109). SEUT 83(3) artiklan hätäjarrumekanismi aktualisoituu rikosoikeudellisia direktiivejä koskevien ehdotusten osalta (Ks. Melander 2012, s. 517).

⁴¹² Ks. Melander 2012, s. 517, jossa ennustetaan, että rikosoikeudellisen normituksen oikeusperustaksi SEUT 114 artiklan valinta ”lienee todennäköistä”. Ks. Herlin-Karnell 2012, s. 109, jossa arvioidaan: ”After all, there are strong reasons to believe that Article 114 TFEU has not been wiped off the EU criminal law agenda”. Ks. Melander 2012, s. 516.

⁴¹³ MAR johdanto-osan neljäs perustelukappale, EUVL L 173, s. 2.

⁴¹⁴ Herlin-Karnell 2012, s. 109.

Arvopaperimarkkinoiden arvottamisessa huomio voidaan suunnata EU:n intressien osalta konkreettisemmin sääntelytavoitteisiin.⁴¹⁵ On myös huomattava, että EU:n tehokkuusintressien arviointi suuntaa huomion myös keskeisesti EU-tuomioistuimen toimintaan.⁴¹⁶ Tehokkuuden varmistaminen aktualisoitui muun muassa *Spector*-tapauksessa.⁴¹⁷ EU-oikeuskäytännöstä varsinaisen tehokkuusorientaation ohella oma sääntelytavoitteiden toteutumisen arviointi muodostuu tulkinnasta ja soveltamisalasta. Tällaista ilmenee supistavan tulkinnan soveltamisalan rajoittavaa merkitystä ja siten edelleen sääntelytarkoitusten toteutumista uhkaavaa vaikutusta arvioidussa *Geltl*-tapauksessa (C-19/11).⁴¹⁸ Ankaraa tulkintalinjausta on katsottu ilmentyneen myös esimerkiksi tapauksessa *Grøngaard ja Bang*, (C-384/02).⁴¹⁹ Havaintojen perusteella vastaavasti stake building -poikkeuksessa voitaisiin tunnistaa riski tarjouksentekijälle epäsuotuisasta tulkinnasta.⁴²⁰

Vaikka stake building nostaa esille temaattisesti vahvat EU-talousrikosoikeudelliset lähtökohdat, on kuitenkin EU-arvopaperimarkkinaintressien osalta huomioitava sisäpiirisääntelyn rikosoikeudellisen luonteen vuoksi aktualisoituvana rajoitteena rikosoikeudellinen laillisuusperiaate.⁴²¹ Sen vaikutus kohdentuu osaltaan nimenomaan teleologiseen tulkintaan.⁴²² Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen merkitykseen toisinaan myös tartutaan EU-oikeuskäytännössä.⁴²³

⁴¹⁵ MAR:issa puolletaan sisäpiirisääntelyn osalta sääntelytarkoituksen tarkastelua (Ks. MAR johdanto-osan 24 perustelukappale, EUVL L 173, s. 5). *Spector*-tapauksessa tuodaan esille direktiivin tarkoitus (Ks. Tuomio 23.12.2009, *Spector*, C-45/08, EU:C:2009:806, 62 kohta).

⁴¹⁶ Ks. Melander 2012, s. 514. Ks. Ojanen 2016, s. 49, jossa EU-tuomioistuimen merkitys EU-oikeuden muotoutumisessa on nostanut esille mielipiteitä ja kritiikkiä. Vuonna 1997 Raitio on todennut, että EY:n oikeusnormien ongelmat täsmällisyyden osalta ovat johtaneet EY-tuomioistuimen tulkintavaltaan (Raitio 1997, s. 389). Toisaalta unionioikeuden tulkinnallisissa ja soveltamista koskeissa asioissa EU-tuomioistuin on ylin ratkaisija (Klip 2012, s. 144).

⁴¹⁷ Ks. Melander 2012, s. 515.

⁴¹⁸ Ks. Tuomio 28.6.2012, *Geltl*, C-19/11, EU:C:2012:397, 47 kohta, jossa mukaan mm. ” -- soveltamisalan rajoittaminen -- vaarantaisi -- tavoitteet”.

⁴¹⁹ Ks. Knuts 2011, s. 280. Sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuuden katsottiin edellyttävän direktiivin 89/592 3 artiklan a alakohdan poikkeuksen soveltamisalan mukaisuuden osalta myös tapauksessa eriteltyjen olosuhteiden täyttymistä (Tuomio 22.11.2005, *Grøngaard ja Bang*, C-384/02, EU:C:2005:708, 47 kohta, Ks. tapauksesta Knuts 2011, s. 279 – 281, ja Parkkonen & Knuts 2014, s. 369 - 370).

⁴²⁰ Ks. myös Davies 1991, s. 253, jossa tuodaan esille ostotarjouksiin asennoitumisen vaikutus.

⁴²¹ Rikosoikeudellisella laillisuusperiaatteella on tulkintaa ja soveltamista rajoittavaa vaikutusta (Ks. HE 44/2002 vp, s. 28 – 30). Toisaalta voidaan myös arvioida, että sisäpiiritiedon toimintakieltojen poikkeusten osalta aktualisoituvaa punninta ilmentää samankaltaista punnintaa, joka aktualisoituu kriminaalipoliittisessa ulottuvuudessa; nimittäin kriminaalipoliittikan kontekstissa keinoissa ei olla yleensä valmiita kajoamaan niin pitkälle, että heikennettäisiin muita toimintoja (Lahti 1974, s. 36).

⁴²² Melander 2008, s. 356, jossa: ”Laillisuusperiaate -- asettaa uloimmat rajat myös teleologiselle, rangaistussäännöksen tarkoitukseen ja/tai suojelukohteeseen sitoutuvalle rikosoikeudelliselle tulkinnalle”.

⁴²³ Julkisasiاميةhen ratkaisuehdotus Kokott 11.11.2004, *Pupino*, C-105/03, EU:C:2004:712, 41 kohta, jossa rangaistusten lainalaisuuden periaate (nullum crimen, nulla poena sine lege [scripta]) kuuluu jäsenmaiden

Edellä eritelty stake building -poikkeuksen tarkastelu ostotarjousten edistämässä ilmentyy osaltaan sisäpiirisääntelyn soveltamisessa ja tulkinnassa läsnä olevana erilaisten sääntelytavoitteiden välisenä dynamiikkana. Tutkimuksen osakeomistuksen tarkastelutason havainnot laajenevatkin markkinatasoisiksi ilmentäen ostotarjousten toteutuvuuden arvioinnin kokonaisvaltaisuutta.⁴²⁴ Kaikki tämä kuitenkin muodostaa vain EU-oikeudellisen lainsäädäntöstrategisen kontekstin sille määräysvaltasapainoa muuttavalle tilanteelle, jonka tarjouksentekijä stake buildingillä aikaansaa.⁴²⁵

valtiosääntötraditioiden tunnistamiin yleisiin oikeusperiaatteisiin. Julkisasiamies Kokott näkee rangaistusten lainalaisuuden periaatteen olevan aineellisessa rikosoikeudessa oikeusvarmuuden ilmentymä (Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus Kokott 11.11.2004, *Pupino*, C-105/03, EU:C:2004:712, 41 kohta, Ks. Melander 2015, s. 105 alaviite nro 315). Tulkinnan rajoitteet on nostettu esille mm. tapauksessa *Kolpinghuis Nijmegen*, (80/86), jossa linjattiin kansalliseen oikeuteen liitännäisen normituksen tulkinnasta, että direktiivin tulkintavaikutusta rajoittavat yhteisön oikeuden yleiset oikeusperiaatteet, kuten oikeusvarmuus ja taannehtivuuskielto (Tuomio 8.10.1987, *Kolpinghuis Nijmegen*, 80/86, EU:C:1987:431, 13 kohta, ks. Melander 2015, s. 105). *Pretore di Salò* -tapauksen (14/86) direktiivin osalta katsottiin, että ”direktiivillä ei voi itsessään ja sen soveltamiseksi annetusta jäsenvaltion sisäisestä lainsäädännöstä riippumatta olla sellaista vaikutusta, että direktiivin säännöksiä rikkovien henkilöiden rikosoikeudellinen vastuu syntyisi tai ankaroituisi pelkästään direktiivin perusteella” (Tuomio 11.6.1987, *Pretore di Salò*, 14/86, EU:C:1987:275, 20 kohta. Ks. Melander 2015, s. 105, s. 158. Ratkaisun johtopäätöksen osalta argumentoitiin tukeutuen *Marshall*-tapaukseen, ks. *Pretore di Salò*, 19 kohta, ks. Melander 2015, s. 105 alaviite nro 314). Tulkinnan kannalta merkitystä on myös *Pupino*-tapauksella, jossa yhdenmukaisen tulkinnan periaate liitettiin puitepäätöksiin, mutta tulkintaa rajoittavat muun muassa oikeusvarmuus ja taannehtivuuskielto (Tuomio 16.6.2005, *Pupino*, C-105/03, EU:C:2005:386, 43 - 44 kohta Ks. Melander 2015, s. 104, s. 105). Tulkinnalla on rajoitteensa myös asetuksen suhteen. Nimittäin LaVL 8/2016 vp:ssa tuodaan esille myös, ettei rikosoikeudellinen vastuu voi ankaroitua pelkästään asetuksen perusteellaore (LaVL 8/2016 vp, s. 6). Toisaalta on kuitenkin huomattava ETSK:n kanta juuri asetuksentasaisen sääntelyn problemaattisuudesta: ETSK on nähnyt markkinoiden väärinkäytön kontekstissa tunnusmerkistöjen osalta lainsäädäntöinstrumenttina asetuksen ongelmallisena, sillä sääntelystä katsotaan luultavimmin seuraavan lainkäytännöllisiä problematiikkoja, joihin kuitenkin jäsenmaat eivät voi enää voimaansaattamisessa puuttua (ETSK 2012, s. 65).

⁴²⁴ Sääntelystrategisella tasolla esimerkiksi omistuksen julkistaminen tuo haastavuutta arvopaperimarkkinoiden ja tarjouksentekijän poikkeuksen väliseen relaatioon (Davies 1991, s. 256).

⁴²⁵ Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536, jossa tuodaan esille stake buildingin merkitys kohdeyhtiön määräysvalta-asetelman kannalta.

4 Ostotarjousten edistäminen yhtiön sisäisten relaatioiden tasolla

4.1 Ostotarjousten toteutuminen ja AML 11:14

4.1.1 Johdon lojaliteettivelvollisuus ja osakkeenomistajien määräysvalta

Tutkimus siirtyy ostotarjousten edistämisen arvioinnissa toiselle tarkastelutasolle asettumalla nyt *kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden* kontekstiin. Tässä tasossa tutkimuksen lähtökohtana olevan lojaliteetin ja määräysvallan osalta kysymys on kyseisten elementtien keskinäisdynamiikan⁴²⁶ sijaan toisenlaisesta dynamiikasta. Lojaliteettia heijastelee johtajien opportunistia ehkäisevä lojaliteettivelvollisuus.⁴²⁷ Sen relaatiota kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaan nähden tarkastellaan seuraavaksi ostotarjoustilanteessa, jossa osakkeenomistajien määräysvalta haastetaan *yhtiöjohdon* taholta.

Tutkimusintressiä tukee kohdeyhtiön johdon merkitys ostotarjousten toteutumisessa. Lähtökohtana tarkastelulle on Parkkosen ja Knutsin teoksessa⁴²⁸ kuvattu näkemys kohdeyhtiön johdosta ostotarjouksen toteutumisessa edistävänä tai estävänä tekijänä, mitä osaltaan kärjistää Immosen⁴²⁹ näkemys kohdeyhtiön johdosta mahdollisena ”jarrumiehenä”. Yhtiöjohdon merkitys näyttäytyy myös ostotarjoussääntelyssä.⁴³⁰ Oikeusnormien osalta tarkennutaan kohdeyhtiön kannalta keskeiseen AML 11:14:ään.⁴³¹ Ostotarjouskoodissa AML 11:14 liitetään vihamieliseen ostotarjoukseen, jota muun muassa kohdeyhtiön hallitus pyrkii vastustamaan.⁴³²

AML 11:14:n mukaan mikäli kohdeyhtiön hallitus aikoo sen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen jälkeen käyttää osakeyhtiölain 9 luvun 2 §:n 2 momentissa tarkoitettua osakeantivaltuutusta tai päättää osakeyhtiölain 6 luvun 2 §:n 1 momentissa säädettyyn yleistoimivaltaansa kuuluvista toimista ja järjestelyistä siten,

⁴²⁶ Keskinäisrelaatio ilmenee esim. osakkeen konstituoidun äänioikeuden tarkastelusta, sillä äänioikeuden myötä olevan määräysvallan vastineena ovat määräysvallan käytön normit (Mähönen & Villa 2019, s. 7).

⁴²⁷ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 160.

⁴²⁸ Parkkonen & Knuts 2014, s. 596.

⁴²⁹ Immonen 2018, s. 38, jossa hän katsoo, että yritysvaltauksissa johdon ei tule olla ”jarrumiehenä”, vaan johdon tulee menetellä tasapuolisesti kaikkiin osakkeenomistajiin nähden. Johdon positio ostotarjouksilta puolustamisessa ilmenee myös Bainbridgeltä: “In any event, takeover defenses – especially the combination of a poison pill and a classified board – go a long way toward restoring director primacy vis-à-vis the shareholders” (Bainbridge 2008, s. 55).

⁴³⁰ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 596, jossa tuodaan esille, että julkisissa ostotarjouksissa kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien relaatio voi kärjistyä, mihin lainsäädännöllä on reagoitu relaation erityisnormituksella.

⁴³¹ Ks. HE 32/2012 vp. s. 143 - 144.

⁴³² Ks. Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13.

että ne estävät tai saattavat estää taikka olennaisesti vaikeuttaa ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista, hallituksen on siirrettävä asia osakeyhtiölain 6 luvun 7 §:n 2 momentin mukaisesti yhtiökokouksen päätettäväksi. Asiaa ei kuitenkaan tarvitse siirtää yhtiökokouksen päätettäväksi, jos menettely on osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukainen ja kohdeyhtiön hallitus julkistaa viipymättä siirtämättä jättämisen syyn.

AML 11:14:n asiallinen merkitys kulminoituu siis yhtiöjohdon ja osakkeenomistajien väliseen toimivallan jakamiseen⁴³³ kohdeyhtiön puolustautumistoimenpiteiden osalta.⁴³⁴ Tutkimusintressin kannalta merkityksellistä on AML 11:14:ään liitetty näkemys kohdeyhtiön johdon kannalta hahmotettuna *implisiittisenä tarjouksen edistämisvelvollisuutena*.⁴³⁵ Tutkimuksessa kohdennutaan erityisesti AML 11:14:n 2. virkkeeseen, joka mahdollistaa asian siirtämistä jättämisen yhtiökokoukselle. Kuitenkin arvioitaessa ostotarjousten edistämistä on virkkeen ohella huomioitava koko pykälän merkitys, jolloin tarkastelu kohdentuukin seuraavaksi AML 11:14:n lainsäädäntötaustaan.

4.1.2 AML 11:14:n sääntelytaustan problematiikat

AML 11:14:n taustana on ostotarjousdirektiivin optimaalisempi implementointi.⁴³⁶ Kuitenkin nykyisessä muodossaan AML 11:14 poikkeaa hallituksen esityksestä 32/2012 vp.⁴³⁷ Siirtovelvoitteen osalta keskeisessä nykyisessä 2. virkkeessä voidaan katsoa

⁴³³ Ks. toimivallan jakamisen funktiosta HE 32/2012 vp, s. 143.

⁴³⁴ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 597, jossa kohdeyhtiön yhtiökokoukselle siirrettävät asiat ovat de facto ostotarjouksen puolustautumistoimenpiteitä. Underhill ja Austmann erittelevät kirjoituksessaan (ks. Underhill ja Austmann 2002, s. 87 – 121) puolustautumistaktiikoita; ostotarjousta edeltäviin puolustautumistoimiin kuuluvat mm. *staggered board* (ks. s. 98 – 99), *poison pill* (Ks. s. 104 – 106), ostotarjouksen jälkeisiin puolustautumisstrategioihin kuuluvat mm. *sale of "Crown Jewels"* (Ks. s. 106 – 107), *Pacman* (Ks. s. 108 – 109). *Pacman* -puolustuksessa kohdeyhtiö kohdistaa tarjouksen ostotarjouksen tekijään (Underhill & Austmann 2002, s. 108).

⁴³⁵ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 596, jossa kyseisen ilmaisun hahmotustapa on omaksuttu.

⁴³⁶ AML 11:14:n taustalla on osittain ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden täytäntöönpanon optimointi (TaVM 11/2012 vp, s. 5, ks. myös Parkkonen & Knuts 2014, s. 597). Lisäksi on tuotu esille, että pykälän taustalla on senhetkiseen lakiin nähden ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 2 – 4 kohtien optimaalisempi täytäntöönpano (HE 32/2012 vp, s. 143 – 144, ks. myös TaVM 11/2012 vp, s. 5. Ks. myös Parkkonen & Knuts 2014, s. 597 alaviite nro 990). Ostotarjousdirektiivin 9 artikla liittyy julkisten ostotarjousten kontekstissa kohdeyhtiön johdon menettelyyn ja puolustautumistoimiin (*post-bid defences*) (HE 32/2012 vp, s. 144).

⁴³⁷ HE 32/2012 vp:n ehdotus AML 11:14:n osalta on seuraava: ”Kohdeyhtiön yhtiökokous päättää suunnatusta annista sekä muista toimista ja järjestelyistä, jotka estävät tai saattavat estää tai olennaisesti vaikeuttaa kohdeyhtiön hallituksen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista. Yhtiökokous voidaan jättää kutsumatta koolle, jos siihen on erityinen syy eikä yhtiökokouksen koolle kutsumatta jättäminen ole vastoin osakeyhtiölain 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Jollei yhtiökokousta kutsuta koolle, tulee kohdeyhtiön hallituksen perustella ja julkistaa erityinen syy siihen.” (HE 32/2012 vp, s. 348 – 349.)

heijastuvan ehdotetun pykälän 2. ja 3. virke.⁴³⁸ Virkerakenteen ohella muutokset koskevat soveltamistilanteen hahmotustapaa ja ilmaisuja. Merkityksellisenä voidaan pitää sitä, että ehdotetun pykälän 2. virkkeessä OYL 1 luvun periaatteiden ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan periaatteiden mukaisuus on liitetty *yhtiökokouksen koolle kutsumatta jättämisen* edellytykseksi, joiden ohella edellytetään nykyisestä pykälästä puuttuvaa *erityistä* syytä.⁴³⁹ Lisäksi nykyinen pykälä eroaa ehdotetun pykälän 3. virkkeessä edellytettävän yhtiökokouksen koolle kutsumatta jättämisen erityisen syyn perustelemisen ja julkistamisen osalta.⁴⁴⁰ Kyseinen ehdotettu linjaus kuitenkin heijastuu nykyisessä 2. virkkeessä edellytyksenä julkistaa viipymättä siirtämättä jättämisen syy.

AML 11:14:n säätämistaustasta on ensinnäkin huomattava jäsenvaltion lakitekniisten toimien vaikutus EU-oikeudellisten instrumenttien omaksumisessa. Tämä ilmenee selkeästi Mähösen lausunnosta. Hänen mukaansa ehdotetun AML 11:14:n 2. ja 3. virkkeet eivät vaikuta olevan direktiivin mukaisia ja sääntelyn myötä mahdollistuva harkinta tarkoittaa de facto sitä, että Suomen kohdalla soveltuu ostotarjousdirektiivin 12 artiklan 1 kohdan mukainen varausmahdollisuus jäsenvaltioiden sääntelyn suhteen.⁴⁴¹ Tuleekin tunnistaa ja ymmärtää ostotarjousnormituksen lakitekniisten seikkojen heijastama vaikutus EU-oikeuden ja kansalliseen oikeuden väliseen relaatioon⁴⁴², jota juuri direktiivin optimaalisempi implementointi⁴⁴³ osaltaan konkretisoi.

AML 11:14:n lakitekniisen sääntelyhistorian merkityksellisyys ilmenee myös ehdotetun pykälän kansallisen yhtiölainsäädäntösystematiikan ongelmallisuuksina. Mähösen katsoo lausunnossaan hallituksen esityksen mukaisen AML 11:14:n ”systemaattisesti” ja ”käytännössä” arvioituna *merkittäväksi* sen poiketessa pörssiyhtiön lähtökohtaisesta OYL:n 5 luvun mukaisesta yhtiökokousnormituksesta.⁴⁴⁴ Näkemys on omaksuttu talousvaliokunnan mietinnössä 11/2012 vp.⁴⁴⁵ Ehdotetun AML 11:14:n merkittävyyttä Mähönen argumentoi muun muassa sillä, että pykälän myötä OYL ei enää kattaisi

⁴³⁸ Ks. HE 32/2012 vp, s. 349.

⁴³⁹ HE 32/2012 vp, s. 349.

⁴⁴⁰ HE 32/2012 vp, s. 349.

⁴⁴¹ Mähönen 2012, s. 7, jossa ilmenee myös varausmahdollisuuden liittyvän ostotarjousdirektiivin 9 artiklan 1 ja 2 kohtaan.

⁴⁴² Ks. yleisesti Ojanen 2016, s. 61 – 65.

⁴⁴³ Ks. HE 32/2012 vp, s. 143 – 144. Ks. myös Parkkonen & Knuts 2014, s. 597 alaviite nro 990. Ks. yleisesti direktiivien implementoinnista Ojanen 2016, s. 45 – 47.

⁴⁴⁴ Mähönen 2012, s. 5. Ks. myös Parkkonen & Knuts 2014, s. 596. Ks. TaVM 11/2012 vp, s. 6.

⁴⁴⁵ Ks. TaVM 11/2012 vp, s. 6.

pörssiyhtiöiden osalta hallituksen ja yhtiökokouksen toimivallan jaottelua.⁴⁴⁶ Mähösen lausunnosta ilmenee kanta, ettei AML:ssa tulisi olla yhtiökokouksen toimivaltanormitusta, vaan velvollisuudesta hallitukselle siirtää asia yhtiökokoukselle ja lausunnossa tuodaan esille OYL 6:7.3:n AML:ia koskeva viittaussäännöksen mahdollisuus.⁴⁴⁷ Kyseinen näkemys on konkretisoitu OYL:ssa.⁴⁴⁸

Kokoavasti nykyistä sääntelytilaa kuvaa Parkkosen ja Knutsin teoksessa⁴⁴⁹ käytetty ilmaisu ”institutionaalisesta katapultista”, joka kiteyttää kansallisen lakisystemaattisen ratkaisun 9 artiklan osalta. Ostotarjoustilanteessa kohdeyhtiön johdon ja osakkeenomistajien relaation normituksen lakitekniset ja -systemaattiset seikat tukevat AML 11:14:n säätämistaustan osoittavan ostotarjousten edistämiseen liittyvän potentiaalisia käytännön haasteita.

4.2 AML 11:14:n siirtokynnyksen arviointi

4.2.1 Aktualisoituvat periaatteet siirtokynnyksessä

Lakiteknisten ja -systemaattisten problematiikkojen ohella kuitenkin AML 11:14:n pääasiallinen merkitys riippuu keskeisesti sen sisällöstä ja soveltamisesta. Tarkoituksena onkin syventyä pykälän yhtiöjohtoon kohdentuvaan merkitykseen. AML 11:14:n pykälään kokonaisuudessaan on liitetty toimivallan jaon funktio.⁴⁵⁰ Toimivallan jaon kannalta 2. virkettä voi perustellusti pitää tietynlaisena ”siirtokynnyksenä”, jonka ylittymisen arviointi ei ole kuitenkaan yksiselitteistä.⁴⁵¹ Lähtökohtaisesti jo asian siirtämättä jättämisen kannalta edellytys ostotarjousdirektiivin 3 artiklan ja OYL 1 luvun periaatteiden mukaisuudesta on oikeuskirjallisuudessa herättänyt poikkeavia kantoja periaatekokonaisuuksien relaatiosta.⁴⁵² Seuraavassa kohdennutaan siirtokynnyksen arvioinnissa aktualisoituviin periaatteisiin.

⁴⁴⁶ Mähönen 2012, s. 5 – 6. Ks. myös Mähönen 2012, s. 6, josta ilmenee, että lainvalmisteluvaiheissa AML 11:14:n systemaattisessa sijoittelussa arviointi OYL:n ja AML:n välillä on riippunut osaltaan Finanssivalvonnan suorittaman valvonnan alasta.

⁴⁴⁷ Mähönen 2012, s. 6, ks. viittaussäännöksen huomioimisesta TaVM 11/2012 vp, s. 6.

⁴⁴⁸ OYL 6:7.3:n mukaan tämän lain 5 luvun 1a §:ssä tarkoitetun pörssiyhtiön velvollisuudesta siirtää hallituksen tai toimitusjohtajan yleistöimivaltaan kuuluva asia yhtiökokouksen päätettäväksi säädetään arvopaperimarkkinalain (746/2012) 11 luvun 14 §:ssä. (14.12/2012/756) ks. myös Nyström 2016, s. 214.

⁴⁴⁹ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 595.

⁴⁵⁰ Ks. HE 32/2012 vp, s. 143.

⁴⁵¹ Parkkonen & Knuts 2014, s. 598, jossa tosiasiallisen rajan määrittäminen asian siirtämistä koskevan kynnyksen ylittymiseksi ei ole helppoa.

⁴⁵² Parkkosen ja Knutsin teoksessa tuodaan esille, että tosiasiasa siirtämistä koskevan velvoitteen harkinnassa ostotarjousdirektiivin 3 artiklan periaatteet ovat keskeisemmät kuin OYL 1 luvun periaatteet

Kansallisesti OYL:n osalta prima facie aktualisoituvat monet säännökset 1 luvun myötä. Kuitenkin ostotarjouskoodissa todetaan AML 11:14:n kontekstissa siirtämättä jättämisen harkinnassa aktualisoituvasta OYL 1 luvun periaatteista, että ”erityisen merkityksellisiä lienevät” OYL 1:5, OYL 1:7 ja OYL 1:8.⁴⁵³ Näitä on perusteltua painottaa siirtokynnyksen normatiivisessa kokonaisuudessa. Osatutkimusintressinä on myös OYL 1:8:n osalta lojaliteettivelvollisuuden⁴⁵⁴ aseman määrittäminen periaatekokonaisuuksien relaatiossa yhtiöjohdon mahdollisen *opportunistin*⁴⁵⁵ vuoksi.⁴⁵⁶

Arvioitaessa siirtokynnyksen rajaa esille nousee Parkkosen ja Knutsin teoksessa OYL 1 luvun osalta painotettu *yhdenvertaisuus*, jonka mukaisuus osaltaan konstituoii kohdeyhtiön johdolle siirtämättä jättämisen mahdollisuuden.⁴⁵⁷ Teoksessa esitetään AML 11:14:n vaikutusta periaatteiden normatiivisuuden kannalta melko eritellysti. Nimittäin siirtämisvelvoitteesta poikkeamisen edellyttämä OYL 1 luvun periaatteiden ja etenkin yhdenvertaisuusperiaatteen sekä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan periaatteiden mukaisuus johtavat siihen, että ”institutionaalinen katapulttisäännös” tuo vahvistusta ostotarjousmenettelyyn rajautuneelle tasapuolisuusperiaatteelle, jolloin osakeyhtiöoikeudellinen yhdenvertaisuus saa täydennystä.⁴⁵⁸

Yhdenvertaisuuden osalta on perustelua nostaa vahvemmin esille EU-oikeudellinen ulottuvuus. Ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan yleisten periaatteiden hahmottamiseksi on keskeinen *Audiolux ym. -tapaus* (C-101/08). Audioluxissa yhtenä ennakkoratkaisun kysymyksenä oli se, ovatko tietyt osakkeenomistajien yhdenvertaisuutta ja etenkin vähemmistöosakkeenomistajan suojaan liittyvät viittaukset, joiden joukossa muun muassa ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan a

(Parkkonen & Knuts 2014, s. 596). Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 596 – 597, jossa tuodaan esille syinä, että ensinnäkin yhtiökokouksella ei ole lähtökohtaisesti mahdollisuutta päättää OYL 1 luvun periaatteita loukkaavista toimista hallituksen päätävävaltaa enemmän ja toiseksi hallituksella ei liene mahdollisuutta tehdä yhtiökokoukselle ehdotusta toimista, jotka se itse näkee potentiaalisesti OYL 1 luvun periaatteita loukkaavina. Sen sijaan Nyström tuo esille, kuinka AML 11:14 aikaansaa hallitukselle merkittävää valtaa harkinnassa, ja vallan ”rajat määrittyvät puhtaasti OYL:n yleisperiaatteiden nojalla” (Nyström 2016, s. 215).

⁴⁵³ Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

⁴⁵⁴ Ks. HE 109/2005 vp, s. 40.

⁴⁵⁵ Ks. yhtiöjohdon opportunistista esim. Mähönen & Villa 2015, s. 160. Huomionarvoisuutta liittyy osaltaan Cederbergin näkemyksiin. Nimittäin käsitellessään sitä, että tilintarkastajien tulee tarkastaa myös ”liikkeen hallintoa” (ks. Cederberg 1938, s. 62 – 70) Cederberg tuo esille, että tilintarkastajien olisi aiheellista tuoda osakkeenomistajille tiedoksi, mikäli ”yhtiön johdon toiminta olisi aivan ilmeisesti epätarkoituksenmukaista” (Cederberg 1938, s. 64).

⁴⁵⁶ Ks. Savela 1999, s. 207, jossa Suomen osalta Savela tuo esille: ”It is clear that directors may not defeat bids merely to promote their own interests”.

⁴⁵⁷ Parkkonen & Knuts 2014, s. 597, jossa: ”--OYL:n 1 luvun yleisiä periaatteita, joista keskeisin arviointikriteeri tässä yhteydessä lienee yhdenvertaisuusperiaate --”.

⁴⁵⁸ Parkkonen & Knuts 2014, s. 597. On luontevaa hahmottaa, että tasapuolisuusperiaate on tässä vain suppeana eli ostotarjousnormitusten osalta relevantin tasapuolisuusperiaatteen alaa rajataan vain yhtiöjohdon normituksen kattavaksi eli ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan c alakohtaan viittaavaksi (Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 470 – 471).

alakohdan viittaus ostotarjousdirektiivin johdanto-osan kahdeksannen perustelukappaleen kontekstissa yleisen periaatteen ilmaisu yhteisön oikeudessa.⁴⁵⁹ Nimenomaan kyseinen a alakohdan tarkastelu *prima facie* tuo esille tapauksen keskeisyyden siirtokynnyksen arvioinnissa sen taustan osalta. *Audiolux ym.*-tapauksessa tuotiin esille, ettei ostotarjousdirektiivi nimenomaisesti sisällä vähemmistöosakkeenomistajan suojaa tarkoittavan yleisen periaatteen olemassa oloa yhteisön oikeudessa.⁴⁶⁰ Tapauksessa katsottiin tarkasteltujen ostotarjousdirektiivin säännösten osalta niiden soveltuvan erityistilanteisiin, joten niistä ei ole johdettavissa sisällöltään tarkkaa yleistä periaatetta, minkä lisäksi niiltä katsottiin puuttuvan yleisille oikeusperiaatteille tyypillinen yleisluonteisuus.⁴⁶¹ Tämä vaikuttaa siten oikeussystemaattiseen hahmotukseen.

4.2.2 Lojaliteetti AML 11:14:n kontekstissa

Yhdenvertaisuuden ohella myös lojaliteetilla on OYL 1:8:n aktualisoitumisen kautta merkitystä AML 11:14:n siirtokynnyksen arvioinnissa.⁴⁶² OYL 1:8:ssä säädetään, että yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Kuten Knutsin ja Parkkosen teoksessa⁴⁶³ on asemoitu OYL 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin artiklan 3 yleisten periaatteiden keskinäisrelaatiota yhdenvertaisuuden osalta, on mielekästä vastaavasti arvioida periaatekokonaisuuksia lojaliteetin kontekstissa. OYL 1:8:n osalta juuri maininta yhtiön edusta ja sen kohdentumisesta viimekätisesti kaikkiin osakkeenomistajiin⁴⁶⁴ vaikuttaa löytävän tiettyä yhtäläisyyttä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan c alakohdasta, jonka mukaan ”kohdeyhtiön hallinto- tai johtoelimen on toimittava koko yhtiön edun mukaisesti eikä se saa evätä arvopapereiden haltijoilta mahdollisuutta tehdä päätöstään tarjousehtojen arvioinnin perusteella”.⁴⁶⁵ Ostotarjouskoodin mukaan AML 11:14:n kontekstissa siirtämättä jättämisen arvioinnissa ostotarjousdirektiivin artiklan 3 kohdan 1 periaatteista juuri alakohta c ”tulee erityisesti ottaa huomioon”.⁴⁶⁶

Seuraavassa kohdennutaan OYL 1:8:n tulkintaan siirtokynnyksen harkinnassa. Vaikka AML 11:14:n myötä määrittyy vielä erityisempi soveltamiskonteksti, on havainnollista hyödyntää

⁴⁵⁹ Tuomio 15.10.2009, *Audiolux ym.*, C-101/08, EU:C:2009:626, 29 kohta. *Audiolux ym.*-tapauksessa nostettiin esille ostotarjousdirektiivin (2004/25/EY) 3 artiklan yleiset periaatteet ja niiden osalta 1 kohdan a alakohdan tasapuolista kohtelua koskeva vaatimus (Tuomio 15.10.2009, *Audiolux ym.*, C-101/08, EU:C:2009:626, 16 kohta).

⁴⁶⁰ Tuomio 15.10.2009, *Audiolux ym.*, C-101/08, EU:C:2009:626, 43 kohta.

⁴⁶¹ Tuomio 15.10.2009, *Audiolux ym.*, C-101/08, EU:C:2009:626, 50 kohta.

⁴⁶² Ks. Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

⁴⁶³ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 597.

⁴⁶⁴ Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

⁴⁶⁵ Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 15.

⁴⁶⁶ Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

hallituksen esityksen 109/2005 vp:n näkemyksiä, joissa yleisesti ostotarjouksen kohdeyhtiöksi tuleminen on tuotu esille OYL 1:8:n kohdalla. Ostotarjous tuodaan esille esimerkkinä tilanteesta, jossa lojaliteettivelvollisuus kohdentuu ”yhtiön sijasta välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon”⁴⁶⁷, mihin katsotaan viittavan OYL 1:5 ja yleisemmällä tasolla hahmotettu johdon positio tulkinnanvaraisine asianhuolto- ja osakkeenomistajan asiamiehenä olemista koskevine vivahteineen.⁴⁶⁸ Savelan näkemyksissä osakkeisiin kohdistuva arvonmaksimointi nähdään melko loogisena päätelmänä.⁴⁶⁹ Osakkeenomistajia korostaa myös yleisempi ostotarjouksen kohdentumisen hahmottaminen.⁴⁷⁰ Näkemykset ovat perusteltuja myös AML 11:14:n tulkinnassa.

OYL 1:8:n hahmotus on syvennettävissä huomioimaan kyseisen pykälän merkitys fidusiaaristen velvollisuuksien oikeusperustana.⁴⁷¹ Tällöin on tunnistettavissa osakeyhtiöoikeusteoreettisesti luonteenomainen *päämies-agenttiteoria*⁴⁷², jonka tunnistamana päämies-agenttirelaation erityissisältönä on luottamuksen normatiivinen vaikutus ja yhtiöjohdon lojaalin toiminnan velvollisuus.⁴⁷³ Yhtiöjohdon lojaliteettivelvollisuutta voidaan arvioida myös Bergströmin ja Samuelssonin esille tuomia näkemyksiä soveltaen, jolloin lähtökohtaisesti AML 11:14:n merkitykseen voitaisiin liittää lojaliteettivelvollisuuteen liitetty osakkeenomistajien riskin vähentämisen funktio.⁴⁷⁴

Toisaalta Bergström ja Samuelsson ovat tuoneet esille myös lojaliteettivelvollisuuteen ja voitontuottamistarkoitukseen yhtiöjohtoa normittavina tekijöinä tiettyä heikkoutta ja he tarttuvat muun muassa jälkikäteiseen hankaluuteen arvioida johdon menettelyn osalta tavoitteiden ja keinojen keskinäisrelaatiota.⁴⁷⁵ Sinänsä keinojen ja tavoitteiden

⁴⁶⁷ HE 109/2005 vp, s. 41. Ks. myös Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 14. On toisaalta muistettava osakeyhtiön hahmotus yleisesti. Nimittäin osakeyhtiön luonteeseen pääomayhtiönä kuuluu sen funktio olla pääoman hankinnan ja kasvattamisen välineenä (Mähönen 2001, s. 177).

⁴⁶⁸ HE 109/2005 vp, s. 41.

⁴⁶⁹ Ks. Savela 1999, s. 246, jossa Suomen osalta Savela tuo esille, että riippumatta yhtiön kohtalosta, yhtiön ei voi tarjota osakkeista maksettavan vastikkeen ohella muuta tuottoa nykyisille omistajilleen, jolloin voiton tuottamistarkoitus kontekstualisoituu osakkeiden arvon maksimoinniksi.

⁴⁷⁰ Esimerkiksi ostotarjouskoodissa tuodaan esille ostotarjouksen teon kohdentuminen osakkeenomistajille itse yhtiölle tapahtumisen sijaan (Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 14).

⁴⁷¹ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 196. Ks. Mähönen & Villa 2012, s. 15.

⁴⁷² Ks. päämies-agenttiteoriasta Mähönen & Villa 2015, s. 341 – 342 ja Mähönen & Villa 2012, s. 14 – 15.

⁴⁷³ Mähönen & Villa 2015, s. 195 – 196. Ks. Mähönen & Villa 2012, s. 15.

⁴⁷⁴ Ks. Bergström & Samuelsson 1997, s. 101, jossa yhtiöjohdon lojaliteettivelvollisuuden kontekstissa Bergström ja Samuelsson tuovat esille seuraavaa: ”Ett företag utgör ett långtvarigt kontraktsförhållande som är sådant att ett fullständigt kontrakt om parternas förpliktelser inte kan formuleras. Detta skapar en betydande osäkerhet. Risken av denna osäkerhet fördelar bolagskontraktet till residualtagarna, dvs aktieägarna. En lojalitetsplikt kan i detta perspektiv minska aktieägarnas risk.” (Bergström & Samuelsson 1997, s. 101. Alleviivaus tässä.)

⁴⁷⁵ Ks. Bergström & Samuelsson 1997, s. 104, jossa yhtiöjohdon lojaliteettivelvollisuuden puitteissa ja tarkemmin yhtiön intressien mukaisen toiminnan velvollisuuden kontekstissa Bergström ja Samuelsson

keskinäisrelaatio on herättänyt huomiota Suomen osakeyhtiöoikeudellisissa diskurssissa. Esimerkiksi Nyström tuo esille hallituksen osalta voiton tuottamistarkoituksen ”yleisluonteisena tavoitenormina” ja katsoo toisaalta fidusiaaristen velvollisuuksien aikaansaavan hallitukselle paljon harkintaa koskevaa valtaa tarkoituksen toteuttamisessa.⁴⁷⁶ Tarkoituksen toteuttamisen osalta Nyström tuo esille, kuinka hallitus on oikeutettu ”kohtuullisessa määrin” huomioimaan osakkeenomistajien ohella sidosryhmien intressit.⁴⁷⁷ Nyström kärjistää kantansa ilmaisemalla, että todellisuudessa keinojen valinta oikeus tarkoittaa yleensä tavoitteiden valintaa.⁴⁷⁸ Kyseiseen näkemykseen on tartuttu; Villa pitää väitettä kiinnostavana sen selkeästä liitynnästä nykymuotoisen valistuneen arvonmaksimoinnin ytimiin.⁴⁷⁹

Arvioitaessa mainittua diskurssia AML 11:14:n kontekstissa tulee huomioida juuri ostotarjouksen muuttava OYL 1:8 kohdentumaan ”välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon” ja sen kontekstissa osaltaan keskeinen OYL 1:5.⁴⁸⁰ Vaikka siis OYL normittaa ostotarjoustilannetta eri tavalla, tämän oikeudellisen muutoksen ei ole kuitenkaan perusteltua hahmottaa muuttavan lähtökohtaista tilannetta johdolla olevan keinojen ja tavoitteiden välisessä asetelmassa. Huomionarvoinen argumentti tässä yhteydessä on Mähösen ja Villan näkemys OYL 1:5:sta ”tavoitenormina”, ja erityisesti siitä, että ”[k]einot tavoitteen saavuttamiseksi yhtiön hallituksen on löydettävä ihan itse” ja ratkaistava yhtiöjohtoa normittavien kriteerien mukaisesti.⁴⁸¹ Yhtiöjohdon position kuuluukin yleisesti *valta* osakkeenomistajien investointien huolehtimisesta.⁴⁸²

Keinoja koskevan diskurssin osalta on korostettava erityisesti ostotarjouskoodia, jonka suosituksen 2 kohdalla tuodaan esille ilmaantuneeseen ostotarjoukseen nähden toisten vaihtoehtojen arviointi.⁴⁸³ Voidaan arvioida, että vaihtoehtojen punninta ilmentää nimenomaan keinojen valintaa kohdeyhtiön johdon harkinnassa. Ostotarjouskoodissa

tuovat esille seuraavaa: ”Lojalitetsplikten och vinstmaximering som beslutsriterium utgör tillsammans bara svaga kontrollmekanismer. Detta beror till viss del på svårigheten att i efterhand kontrollera sambandet mellan mål och medel i legningens beslutsfattande. Varje intention från ledningen att agera lojalt och öka bolagets finansiella välstånd är tillräcklig för att avvärja kritik även om ett beslut i efterhand visar sig vara förödande för bolaget” (Bergström & Samuelsson 1997, s. 104. Alleiviivaus tässä.)

⁴⁷⁶ Nyström 2016, s. 363. Drockila tuo esille hallituksen vallan vaikuttaa keskeisellä tavalla tilinpäätöksestä ilmenevän voiton määrään (Drockila 1964, s. 19).

⁴⁷⁷ Nyström 2016, s. 363.

⁴⁷⁸ Nyström 2016, s. 363.

⁴⁷⁹ Ks. Villa 2016, s. 3.

⁴⁸⁰ HE 109/2005 vp, s. 41.

⁴⁸¹ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 165.

⁴⁸² Ks. Mähönen 2001, s. 179.

⁴⁸³ Ks. Ostotarjouskoodi, s. 13 – 14.

vaihtoehtojen harkinta liitetään hallitukselta edellytettävään pyrkimykseen osakkeenomistajien näkökulmasta parhaan ratkaisun saavuttamiseen.⁴⁸⁴ Siten tältä osin keinojen harkintaa ei ole pidettävä liiemmin ongelmallisena.

4.2.3 Lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden relaatiosta

AML 11:14:n siirtokynnyksen harkinnassa aktualisoituvien periaatekokonaisuuksien osalta on havaittavissa yhdenvertaisuuden ja lojaliteettivelvollisuuden perustavanlaatuiset osakeyhtiöoikeudelliset erot. Esimerkiksi OYL 1:8:n kannalta on ominaista osakeyhtiöoikeudellisen diskurssinkin kohteena oleva ja Nuolimaan ikuisuusproblematiikkana⁴⁸⁵ mieltämän *yhtiön edun* hahmotus.⁴⁸⁶ Yhdenvertaisuuden osalta puolestaan osakkeenomistajan positiota ostotarjouskontekstissa tarkastellut Villa näkee osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuuden painottavan *yhdenvertaista osakekohtaista kohtelua*, jossa yhdenvertaisuuden arvioinnissa huomioidaan osakkeiden tuottamat oikeudet.⁴⁸⁷

Lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden erotteluja on syytä arvioida myös normitusten syvemmillä tarkastelulla. Tältä osin mielenkiintoisia havaintoja ilmenee OYL 1:7:n osalta. Nimittäin Mähösen ja Villan analyttisessä hahmotuksessa pykälän 2. virkkeen yleislauseke ei ole osa

⁴⁸⁴ Ostotarjouskoodi s. 14.

⁴⁸⁵ Nuolimaa 1993, s. 758, jossa Nuolimaa luonnehtii yhtiön edun problematiikkaa ilmaisulla ”ilmeisesti ikuinen”. Nuolimaa tuo esille torjuvan asennoitumisen yhtiön etuun (Nuolimaa 1989, s. 8, Ks. Savela 1999, s. 207 alaviite nro 741). Mähösen tuo esille näkemyksen, että yhtiön etu on voitu hahmottaa yksiselitteisesti pelkästään osakkeenomistajien etua (Mähönen 2001, s. 187). Nuolimaa näkee yhtiön edun vain *sanakuvana* ja katsoo, että sillä pyrittävän ilmaisemaan ”tiettyjen ihmisten etua” (Nuolimaa 1993, s. 759). Käsitteiden ongelmallisuus on noussut esille aikoinaan avoimen yhtiön kohdalla. Avointa yhtiötä koskevassa kirjoituksessa A.R. Heikonen tuo esille: ”Kuten lainopilliseen kirjallisuuteen perehtyessään toisinaan joutuu toteamaan, olisi eduksi, jos määritelmiä ja konstruktioita esitettäessä noudatettaisiin tiettyä pidättyväisyyttä, koska johtopäätösten tekeminen pelkästään niiden perusteella saattaa helposti johtaa tuloksiin, joita on käytännössä vaikea noudattaa, ja joita tuskin voidaan pitää edes teoreettiselta kannalta tyydyttävinä” (Heikonen 1953, s. 163).

⁴⁸⁶ Yhtiön etu on linkitetty esimerkiksi Nuolimaan tarkastelussa nykyisen yleislausekkeen edeltäjiin, ks. Nuolimaa 1989, s. 8, jossa EOYL:n yleislausekkeiden eli EOYL 8:14:n ja EOYL 9:16:n yhtiön etu -ilmaisun osalta Nuolimaa tuo esille, että käsitteen arvioinnin osoittavan sen viittaavan ”viime kädessä tiettyssä asemassa olevien ihmisten, siis esimerkiksi enemmistöosakkeenomistajien tai yhtiön hallituksen jäsenten, etua”. Ks. Palm 2005, s. 318.

⁴⁸⁷ Villa 2008, s. 580. Toisaalta ks. Sillanpää 1992, s. 264, jossa EOYL:n aikaisen kirjoituksen osalta Sillanpää tuo esille osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteesta sen laajuuden ja tulkinnallisuuden, joiden vuoksi periaatteen tarkka määrittäminen ei ole mahdollista. Kuitenkin Sillanpää tuo esille, että osakkeenomistajanpositiosta tarkasteltuna yhdenvertaisuusperiaate tarkoittaa, että osakkeenomistajien oikeuksien ja velvollisuuksien on yhdenmukaisista lähtöpisteistä arvioituna voitava todeta samanlaisiksi (Sillanpää 1992, s. 264)

yhdenvertaisuusperiaatetta.⁴⁸⁸ Tämän tutkimuksen arviointi kohdentuukin yleislausekkeeseen.⁴⁸⁹ OYL 1:7:n 2. virkkeen mukaan yhtiökokous, hallitus, toimitusjohtaja tai hallintoneuvosto ei saa tehdä päätöstä tai ryhtyä muuhun toimenpiteeseen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Nykyisen OYL 1:7:n 2. virkkeen taustalla on EOYL 8:14.1 ja EOYL 9:16.⁴⁹⁰ Sisällöllinen kytkös ilmenee jo VOYL 30.4§:sta.⁴⁹¹

Yhtiöoikeushistorian kannalta on keskeistä ymmärtää VOYL 30.4 §:n merkitys.⁴⁹² Lisäksi analyyttisesti havainnollinen on sääntelytausta⁴⁹³, jonka osalta kuitenkin Cederbergin

⁴⁸⁸ Mähönen & Villa 2015, s. 363.

⁴⁸⁹ Laine käyttää OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeesta ilmaisua yleissääntö (Ks. Laine 2012, s. 80 – 81 alaviite nro 5). Laine näkee OYL 1:7:n 2. virkkeen yleissäännöksellä olevan laajemmin yhtiön toiminnan tarkoitusta koskeva kytkös pelkän yhdenvertaisuusperiaatteeseen olevan liittymän ohessa argumentoiden yleissäännöksen turvaavan yhtiötä tukien näkemystään epäoikeutetun edun antamisen kiellolla yhtiön kustannuksella (Laine 2012, s. 80 alaviite nro 5). Vähemmistöosakkeenomistajan positiota on tarkasteltu mm. tapauksessa KKO 2009:19. Korkeimman oikeuden mukaan lunastusvaatimuksen mukaisesta lunastushinnasta ei voitu vähentää vaatimuksen esittämisen jälkeen olleen yhtiökokouksen päättämää vähemmistöosakkeenomistajille tullutta osinkoa (KKO 2009:19, kohta 9. Ks. Pönkä 2012, s. 142).

⁴⁹⁰ Ks. HE 109/2005 vp, s. 39 – 40. Ks. myös Mähönen & Villa 2015, s. 361. Huttusen mukaan silloinen OYL 9:16:n yleissääntö oli luonteeltaan kielto (Huttunen 1984, s. 416).

⁴⁹¹ VOYL 30.4 §: Mitä 3 momentissa säädetään, sovellettaisiin myös sellaiseen yhtiökokouksen päätökseen, jonka kautta päätökseen osallistuneet osakkeenomistajat ovat muiden osakkeenomistajien kustannuksella hankkineet itselleen tai toiselle ilmeisesti epäoikeutettuja etuja, niin myös siihen tapaukseen, että laitton jakaminen on tapahtunut ilman yhtiökokouksen päätöstä ja yhtiökokous on hylännyt tehdyn oikaisuvaatimuksen. Hallituksen esityksessä 29/1935 vp tuodaan esille, että 30.4 § on vähemmistön oikeuksien suojaamiseen viittaava yleissäännös (HE 29/1935 vp, s. 2). Ks. myös HE 29/1935 vp, s. 2, jossa nostetaan esiin, että vähemmistön oikeuksien suojelun yleissäännöksen (30.4 §) funktiona oli mahdollistaa yhtiökokousten osalta enemmistövallan väärinkäyttämisen vastustamisen tilanteessa, jossa enemmistö hyödyntää yhtiöoikeudellisia mekanismeja saadakseen yhtiöltä ”ilmeisesti epäoikeutettuja etuja” toisten osakkeenomistajien kustannuksella. Ks. VOYL 30.4 §:sta Cederberg 1936, s. 14. Mahkonen suhtautuu osittain pidättyväisesti VOL 30.4 §:n osalta preventiiviseen vaikutukseen tukeutuen siihen, ettei se aina ole *repressiivisesti tehokas* (Mahkonen 1975, s. 414 - 415). Huttusen mukaan VOYL 30.4 § oli luonteeltaan moitesääntö (Huttunen 1984, s. 416). Ks. myös Mähönen & Villa 2015, s. 361 – 362.

⁴⁹² Cederberg nostaa esiin, että silloisen osakeyhtiölain uudistuksen taustalla on ollut tarkoitus osakkeenomistajan moiteoikeuden laajentamiseen, joka laittomien ja yhtiöjärjestyksen vastaisten yhtiökokouspäätösten osalta on tuonut lisäyksenä VOL 30.4§:n (Cederberg 1936, s. 13 – 14).

⁴⁹³ Cederberg tuo esille, että vähemmistösuojan yleissäännökselle on yritetty saada oikeusperustaa voimassaolevasta oikeudesta (Cederberg 1936, s. 15). Vähemmistösuojan oikeusperustan etsiminen voimassaolevan oikeuden osalta on kohdentunut silloisen osakeyhtiölain 27.2 §:ään (Cederberg 1936, s. 15). Sitä on tulkittu siten, ettei osakkeenomistajia saa joutua eri asemaan keskinäisessä vertailussa (Cederberg 1931, s. 224, ks. myös Cederberg 1936, s. 10). Cederberg tuo kuitenkin esille, että vaikka silloisen OYL 27.2 §:n laajentava tulkinnan myötä konstituoitu periaate on ollut avuksi enemmistön menettelyä vastaan, se ei ollut kuitenkaan riittävän kattava rajaten pois tilanteet, joissa kyse on ollut tosiasiallisesta vähemmistöosakkeenomistajan oikeuksien loukkauksesta (Cederberg 1936, s. 15 – 16, ks. myös Cederbergin tässä kohdin viittaama Cederberg 1934, s. 16 – 17, jossa kuitenkin ennemminkin eritellään vähemmistösuojan yleissäännön sisältöä ja sen suhdetta silloiseen OYL 27.2 §:ään sekä vähemmistöosakkeenomistajan etujen loukkauksen tulkintaa. Ks. myös Mähönen & Villa 2015, s. 362 – 363). Havainnollista on myös VOYL 30.4 §:n omaksumisen tarkastelu. Nimittäin Cederberg tuo esille VOYL 30.4 §:n osalta kuvauksen ”osakeyhtiöoikeudellinen yleissäännös, »Generalklausel», joka on tieteisopissa aiheuttanut vilkasta mielipiteitten vaihtoa” (Cederberg 1936, s. 15. Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 362). Lisäksi Cederberg nostaa esiin Suomen oikeuden näkökulmasta poikkeuksellisuuden yleissäännön oikeuteen sisällyttämisessä, sillä Suomessa on ollut pidättyväinen suhtautuminen abstraktisten normitusten osalta (Cederberg 1934, s. 11). Havainnot ilmentävät VOYL 30.4 §:n omaksumisen merkitystä.

näkemyksen erityinen merkityksellisyys tämän tutkimuksen kannalta nousee esille. Cederberg on vähemmistösuojan osalta hahmottanut oikeusvertailevasti vallinneen tilanteen.⁴⁹⁴ Käsitellessään saksalaista oikeutta Cederberg tuo esille:

”Ilmeistä on, että niinhyvin oikeus moittia kokonaisuuden etuja loukkaavia yhtiökokousten päätöksiä kuin mainitunlainen vastuunalaisuusmääräys pohjautuvat samaan katsantokantaan eli siihen, että osakkeenomistajalla on eräänlainen uskollisuusvelvollisuus, Treupflicht, yhtiötä kohtaan” (Cederberg 1934, s. 6, jossa alaviitteenä nro 2 ilmenee viitattuna lähteenä *Deutscher Anwaltverein, Zur Reform des Aktienrechts, I Theil, s. 151, II Theil, s. 110, Berlin 1929.*)

Tämän tutkimuksen osalta juuri AML 11:14:n aktualisoimien periaatteiden tulkinnassa huomionarvoista on juuri ilmaisu uskollisuusvelvollisuudesta. Nimittäin nykyisen sääntelyn kannalta Mähönen ja Villa katsovat, että yhtiöjohtoa velvoittavan lojaliteettivelvollisuuden osalta kielto edistää yksittäisten osakkeenomistajien subjektiivisia intressejä muodostaa kytköksen lojaliteettivelvollisuuden ja yhdenvertaisuusperiaatteen välille.⁴⁹⁵ Lisäksi Mähösen ja Villan mukaan:

”--viittaus uskollisuusvelvollisuuteen nivoo yleislausekkeen, joka koskee siis sekä yhtiön johtoa että osakkeenomistajia, siihen fidusiariseen lojaliteettivelvollisuuteen, jonka katsomme sekä johdolla että määrävällä osakkeenomistajalla olevan yhtiötä ja sitä kautta yhtiön kaikkia osakkeenomistajia kohtaan” (Mähönen & Villa 2015, s. 363).

Sen sijaan että arvioitaisiin, missä määrin Cederbergin saksalaisen oikeuden käsittelyssään esille tuoma uskollisuusvelvollisuus olisi osana Suomen nykyistä OYL 1:7:n 2. virkkeen yleislausekkeen merkityssisältöä, tässä tutkimuksessa huomio kohdentuu arvioimaan Mähösen ja Villan uskollisuusvelvollisuusviittaukselle annettua merkitystä suhteessa AML 11:14:n siirtokynnyksen aktualisoimia OYL 1 luvun periaatteita. Tällöin arvioitaessa heidän hahmotustaan voidaan *prima facie* puoltaa tulkintaa, että uskollisuusvelvollisuusviittauksesta esitetyn näkemyksen vuoksi ei ole oikeudellisesti arvioiden perusteltua tehdä jyrkkää rajaa myöskään AML 11:14:n kontekstissa OYL 1:7:n ja OYL 1:8:n soveltamisen erottamiseksi.⁴⁹⁶ Voidaan siten arvioida, että juuri

⁴⁹⁴ Cederberg käsittelee vuoden 1934 kirjoituksessaan muun muassa Saksan oikeuskehitystä (Cederberg 1934, s. 3 – 8), Tanskan oikeuskäyttöä (Cederberg 1934, s. 8), ja norjalaista tietoisoppia (Cederberg 1934, s. 9). Tukeutuen selostamaansa oikeuskehitykseen Cederberg tuo esille havainnon monien lainsäädäntöjen pyrkimyksistä tuoda täydennystä lain erityisille *minoriteettisuojamääräyksille* siten, että osakkeenomistajan lain tai yhtiöjärjestyksen vastaisten yhtiökokouspäätösten osalta olevaa moiteoikeuden soveltamisalaa on kasvatettu (Cederberg 1934, s. 9).

⁴⁹⁵ Mähönen & Villa 2015, s. 376.

⁴⁹⁶ On huomattava nykyisen OYL 1:7:n muu yhteys. OYL 1:7:n 2 virkkeen yleislauseke liittyy oikeuksien väärinkäytön kieltoon, yleislausekkeessa tätä ilmentää epäoikeutetun edun hankkimisen kielto (Pönkä 2012, s. 286 – 287). Oikeuden väärinkäytöllä viitataan tyypillisesti toimintaan, jossa muodollisesti laillisen

uskollisuusvelvollisuusviittauksen muodostama vaikutus osaltaan aikaansaa OYL 1:8:n ja OYL 1:7:n välille tietynasteisia tulkinnallisia ja analyttisiä haasteita.

Lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden relaation tulkinnallista arviointia on syytä laajentaa arvopaperimarkkinaoikeuteen, jossa merkityksellinen on Parkkosen ja Knutsin teoksen hahmotus *tasapuolisuusperiaatteesta*. Vaikka tasapuolisuusperiaate on mahdollista hahmottaa OYL:n yhdenvertaisuusperiaatteen arvopaperimarkkinaoikeudellisluonteisena lisäulottuvuutena⁴⁹⁷, kuitenkin huomionarvoista on, että Parkkosen ja Knutsin teoksessa eritelty ostotarjousnormitusten osalta hahmotettava tasapuolisuusperiaate on liitetty ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan osalta kuitenkin muun muassa c alakohtaan.⁴⁹⁸ On huomattava, että OYL:ssa yhdenvertaisuutta normittaa OYL 1:7 ja yhtiön etu liittyy jo sanamuodon tasolla OYL 1:8:n sääntelyyn. Tulkittaessa normitusten keskinäisiä relaatioita, voidaankin todeta tasapuolisuusperiaatteen alaltaan operoivan uskollisuusvelvollisuusviittauksen vaikutuksen kaltaisesti⁴⁹⁹ normitusten systematiikassa niin lojaliteetin kuin yhdenvertaisuuskokonaisuuksien parissa.

AML 11:14:n myötä aktualisoituvien periaatteiden lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden arvioinnissa Parkkosen ja Knutsin teoksen tasapuolisuusperiaatteen rooli⁵⁰⁰ kuin myös Mähösen ja Villan näkemys uskollisuusvelvollisuusviittauksen merkityksestä⁵⁰¹ mahdollistavat kokonaisvaltaisia johtopäätöksiä. Ensinnäkin voidaan todeta, että vaikka siis AML 11:14:n osalta niin OYL 1:7 kuin OYL 1:8 tunnustetaan erillisinä⁵⁰², lojaliteetin ja yhdenvertaisuuden välillä on kuitenkin sisällöllisiä yhteyksiä, jotka de facto jättävät tietyssä määrin epäselväksi tarkemman periaatteiden tulkinnan ja keskinäisrelaation. Tämän myötä mahdollistuu johtopäätös siitä, että AML 11:14:n osalta jyrkkä yhdenvertaisuuden ja

oikeustoimen tosiasiallinen tarkoitus on hylättävä, esimerkiksi toisen oikeuden vahingoitus (KKO 2011:68, kohta 10). Ratkaisu KKO 2011:68 koski laissa olevan äänileikkurisäännöksen ja oikeuksien väärinkäytön kiellon keskinäisen relaation arviointia (Pönkä 2012, s. 242 alaviite nro 936). Yhteyksiä voidaan havaita vielä laajemmalle. Nimittäin oikeustoimilain 33 § voidaan liittää oikeuksien väärinkäytön kontekstiin (Ks. KKO 2011:68, kohta 10). OikTL 33 §:n mukaan oikeustointa, jota muuten olisi pidettävä pätevänä, älköön saatettako voimaan, jos se on tehty sellaisissa olosuhteissa, että niistä tietoisesti olisi kunnianvastaista ja arvotonta vedota oikeustoimeen, ja sen, johon oikeustoimi on kohdistettu, täytyy olettaa niistä tietäneen. Pätemättömyyskriteereinä 33 §:ssä ovat ne muodostumisen tilanteet, joiden osalta vetoaminen täyttää kunnianvastaisuuden ja arvottomuuden, mikä on mahdollista sopimuksen itsensä ollessa kuitenkin kohtuullinen (HE 247/1981 vp, s. 11).

⁴⁹⁷ Parkkonen & Knuts 2014, s. 470.

⁴⁹⁸ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 470 – 471.

⁴⁹⁹ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 363.

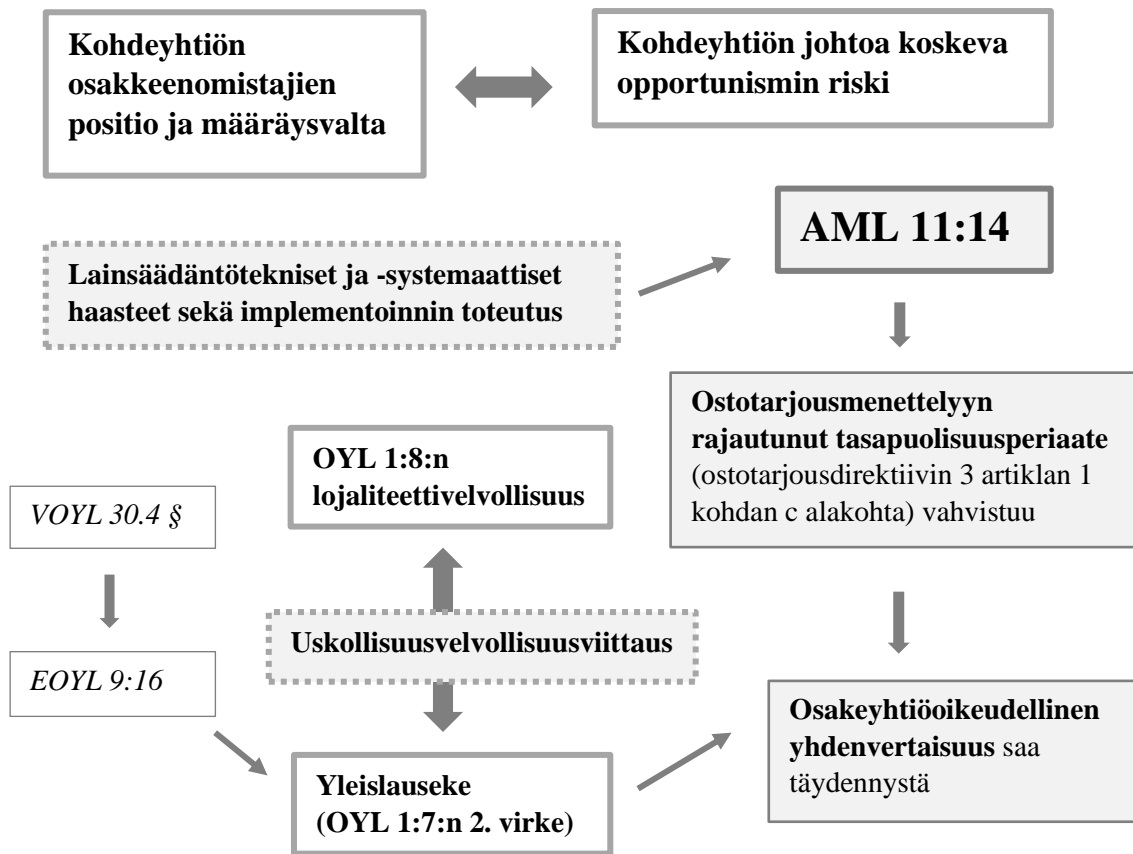
⁵⁰⁰ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 597 tasapuolisuusperiaatteesta arvopaperimarkkinoilla AML 11:14:n kontekstissa ja kyseisen periaatteen sisällöstä suhteessa ostotarjousdirektiivin 3 artiklan 1 kohdan yleisiin periaatteisiin s. 469 – 471.

⁵⁰¹ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 363.

⁵⁰² Ks. Ostotarjouskoodi, s. 16.

lojaliteetin erottelu ei kaikissa tilanteissa ole tarpeen lukuunottamatta tilanteita, joissa periaatteilla on erityinen itsenäinen soveltamismuotonsa, kuten OYL 1:8:n osalta HE 109/2005 vp:ssä hahmotettu lojaliteettivelvollisuuden kohdentuminen ostotarjouskontekstissa ”välittömästi osakkeenomistajien omistuksen arvoon”.⁵⁰³ Keskeistä normitusten itseisarvoisen tarkastelun ohella on kuitenkin loppujen lopuksi se, kuinka niiden tavoitteet toteutuvat. Institutionaalisen katapulttisäännöksen vaikutus asian siirtymisessä osakkeenomistajille tavoittelee sen estämistä, ettei hallitus menettelisi osakkeenomistajien edun tai osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden vastaisesti.⁵⁰⁴

Ostotarjousten edistäminen AML 11:14:n kontekstissa



Kuvassa on pyritty tiivistämään tutkimuksen aineistosta ilmenneitä ja edellä esiteltyjä seikkoja.

⁵⁰³ Ks. HE 109/2005 vp, s. 41.

⁵⁰⁴ Parkkonen & Knuts 2014, s. 597 – 598.

4.3 AML 11:14 ostotarjousten edistämiskeinona

AML 11:14:n siirtokynnystä ostotarjousten edistämässä arvioidaan seuraavassa kohdeyhtiön johdon lojaliteettivelvollisuuden ja osakkeenomistajien määräysvallan relaation kautta. Itse siirtämisen tarkoituksista on esitetty näkemyksiä. Parkkosen ja Knutsin teoksessa on katsottu, että institutionaalisen katapulttisäännöksen kontekstissa ostotarjousmenettelyn tasapuolisuusperiaate ja OYL:n yhdenvertaisuusperiaate vaikuttavat yhteisvaikutuksensa myötä siten, että periaatteita loukkaavat puolustautumistoimenpiteet kohdennetaan osakkeenomistajien ratkaistavaksi ja tällöin osakkeenomistajat itse omalla päätöksenteollaan määrittävät suojansa tasoa.⁵⁰⁵ Tämä heijastuu myös lainsäädäntöstrategiassa.⁵⁰⁶ Havainnollinen on myös AML 11:14:n taustalla vaikuttava ostotarjousdirektiivin 9 artikla.⁵⁰⁷ Sääntelyideologialtaan niiden välillä on nimittäin luonnollista tietynasteista yhdenmukaisuutta, sillä komission ehdotuksessa (KOM[2002] 534 lopull.) tuodaan esille kyseisen artiklan osalta, että kohdeyhtiön määräysvallan hankkimisesta tilanteen luonteena seuraa keskeisyys sen varmistumisesta ”että yhtiön kohtalosta päättävät sen omistajat”.⁵⁰⁸

Toisaalta osakkeenomistajien position korostamista koskevaa kriittistä kantaa on ilmentynyt Nyströmiltä. Hänen mukaansa säännöksen lähtökohtaisissa perusteluissa esille tuotu ajatus osakkeenomistajien vallan kasvattamisesta⁵⁰⁹ on ongelmallinen niin perustelujen itsensä kontekstissa kuin myös säännöksen nykymuodossa toisen virkkeen vuoksi.⁵¹⁰ Nyströmin hahmotuksessa AML 11:14:ään nähdään liittyvän kohdeyhtiön johdon valta.⁵¹¹ Ei kuitenkaan ole perusteltua tulkita, että AML 11:14 korostaisi osakkeenomistajien positiota esimerkiksi Bainbridgen esille tuoman *shareholder primacy*⁵¹² lähtökohtien mukaisena. Tulee huomioida myös Mähösen ja Villan esille tuoma lähtökohtainen päämies-

⁵⁰⁵ Parkkonen & Knuts 2014, s. 597.

⁵⁰⁶ Nimittäin TaVM 11/2012 vp:ssa tuodaan esille, että AML 11:14:n pyrkimyksenä on suojata osakkeenomistajien päätöksentekoa joissakin ostotarjousasioissa (TaVM 11/2012 vp, s. 5 – 6).

⁵⁰⁷ Ks. HE 32/2012 vp, s. 143 – 144. Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 597 alaviite nro 990.

⁵⁰⁸ KOM(2002) 534 lopull., s. 5.

⁵⁰⁹ HE 32/2012 vp:n mukaan AML 11:14 kasvattaisi osakkeenomistajien päätösvaltaa (HE 32/2012 vp, s. 143, ks. myös Nyström 2016, s. 215).

⁵¹⁰ Nyström 2016, s. 215.

⁵¹¹ Ks. Nyström 2016, s. 215.

⁵¹² ”Shareholder primacy thus contends not only that shareholders are the principals on whose behalf corporate governance is organized, but also that shareholders do (and should) exercise ultimate control of the corporate enterprise” (Bainbridge 2008, s. 53). Shareholder primacy kattaa niin osakkeenomistajien varallisuuden maksimoinnin kuin kontrollivaateet (control claims) (Bainbridge 2008, s. 53).

agenttirelaation olettama.⁵¹³ Edellä olevat ristiriitaiset näkemykset perustelevat AML 11:14:n siirtokynnyksen lähemmän tarkastelun kohdeyhtiön johdon position kannalta suoranaisesti johdon opportunistisiin nähdä.⁵¹⁴

Arvioinnissa ovat hyödyllisiä AML 11:14:n kontekstista huolimatta yritysvaltauksesta esitetyt kannat. Immonen on yritysvaltausten kontekstissa esittänyt näkemyksen siitä, että johto käyttää kohdeyhtiön etua oikeutusperusteena vastustaessaan yritysvaltausta.⁵¹⁵ Yhtiön position esille nosto johdon torjuvassa asennoitumisessa ilmenee myös Nuolimaalta⁵¹⁶ ja Savelalta⁵¹⁷. Tiivistäen vastaavasti ostotarjousten osalta kohdeyhtiön johto toimii tällöin tarjouksen *estäjänä*.⁵¹⁸ AML 11:14:n siirtokynnyksen osalta voitaisiin kiteyttää kysyä, missä määrin kyse on kohdeyhtiön osakkeenomistajan riskistä johdon suhteen.⁵¹⁹

Laajassa ulottuvuudessa lähtökohtaisesti yhtiöjohdon toimivaltaa voitaisiin myös puoltaa.⁵²⁰ On huomattava laajemminkin AML 11:14:n ulkopuolella, ettei johto välttämättä pidä

⁵¹³ Päämies-agenttirelaatiossa päämies ja agentti sopivat tavoitteesta sekä siitä, että päätöksenteko tavoitteiden saavuttamiseksi kuuluu agentille (Mähönen & Villa 2019, s. 111). Eräänlaisena perusolettamuksena ja siitä seuraavana ongelmana voidaan hahmottaa johdon roolia myös tehokkuuden kannalta. Nimittäin delegoinnin välttämättömyydestä yhtiön tehokkuudelle huolimatta siitä seuraa ongelmana johdon mahdollinen toiminta omaksi edukseen osakkeenomistajien kustannuksella vähentäen odotettavaa tuottoa heijastaen vaikutuksensa osakkeenomistajan positioon ja yhteiskuntaan (Parkinson 1993, s. 51 – 52).

⁵¹⁴ Hallituksen toiminnan epäkohdat on nostanut esille jo Chydenius; Ks. Chydenius 1897, s. 80, jossa: ”Bolagsvärksamhet, som strider mot lag eller bolagsordning, kan bestå antingen i beslut af bolagstämman eller i åtgärd af bolagets styrelse”.

⁵¹⁵ Ks. Immonen 2018, s. 38.

⁵¹⁶ Nuolimaan mukaan yritysvaltauksen torjunnassa yhtiöjohto argumentoi menettelynsä pohjautuvan yhtiön etuun (Nuolima 1989, s. 8).

⁵¹⁷ (Suomen osalta) Savela tuo lähtökohtaisesti esille sen, että laajuus käsitteellisesti ja yhtiöjohdon harkinnan osalta koskien yhtiön intressejä mahdollistaisi johdolle suuren vallan torjua ostotarjouksia (Savela 1999, s. 207).

⁵¹⁸ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 596.

⁵¹⁹ Osakkeenomistajalla on riski sen suhteen, ettei yhtiöjohto toimi yhtiön eduksi eli kykene maksimoimaan osakkeenomistajien taloudellista positiota (Mähönen & Villa 2019, s. 111). Osakkeenomistajan riskin kannalta tulee kuitenkin huomata johdon kannustimet. Nimittäin yhtiöjohdon ja työntekijöiden osakesidonnaisten kannustinmekanismien *yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaisuus* perustuu siihen, että kyseisten mekanismien piirissä olevien toiminta tulon kasvattaminen mekanismien kautta edistää vastaavasti yrityksen arvonnousua eli omistajien omistuskohdetta (Villa 2011, s. 1333). Vertailevasti huomionarvoista on, että tietyssä määrin vastaavankaltainen riski näyttää olevan perustuslakivaliokunnan hahmotuksessa *velkojan* positiosta. Nimittäin perustuslakivaliokunnan lausunnossa 23/1992 vp. tuodaan esille velkojan position kohtuullisuuden arvioinnin osalta velanantoon liittyvä ”riskimomentti”, joka muodostuu velallisen potentiaalisesta maksukyvyttömyydestä (PeVL 23/1992 vp, s. 3). Toisaalta velkojan riskiä voidaan jakaa. Esimerkiksi *riiskinjakosopimuksella* voidaan tarkoittaa velkojen sopimusta saataviensa *etuoikeusjärjestyksen* osalta velallisen konkurssitilanteessa (Sippel & Tiitta 2002, s. 962). Riskinjakosopimukset muuttavat lähtökohtaisia riskipositioita (Ks. Sippel & Tiitta 2002, s. 964).

⁵²⁰ Ks. Myllylä 2017, s. 477, jossa tuodaan esille yleinen näkemys siitä, että yhtiöjohto on tyypillisesti parhaiten perillä yhtiötä koskevasta tilasta. On myös huomattava, että Mähönen ja Villa tulkitsevat yleisesti hallituksen ja yhtiökokouksen välisen toimivallan jaon osalta, että hallituksella on toimivalta yleistöimivaltansa myötä yhtiön liiketoiminnan myynnin osalta eikä tässä aktualisoidu velvoite asian siirroksi yhtiökokoukselle; näkemystään he tukevat OYL:n systematiikalla ja yhtiökokoukselle toimivallan siirtoa määrittävillä normitussysteemeillä (Mähönen & Villa 2011, s. 13).

ostotarjousta puollettavana.⁵²¹ Lisäksi myös muut vaihtoehdot hallitus on velvollinen arvioimaan.⁵²² Ostotarjouskoodissa myös nimenomaan AML 11:14:n osalta asian siirtämättä jättämisen arviointiin liitetään tapauskohtaisuus.⁵²³ Ostotarjouskoodin mukaan on mahdollista, että hallitus arvioi kokonaisvaltaisesti aktualisoituvat periaatekokonaisuudet huomioiden, ettei yhtiökokoukselle osakkeenomistajien näkökulmasta ole tarvetta.⁵²⁴

Ratkaisevaa kuitenkin on, että johdon toimintavapauden laajuus⁵²⁵ määräytyy kokonaisvaltaisesti. AML 11:14:n osalta esimerkiksi Fivan suosituksen mukaisesti kohdeyhtiön hallituksen tulisi pyytää AML 11:28:n mukainen toimielimen lausunto tilanteessa, jossa se aikoo olla siirtämättä asiaa kohdeyhtiön yhtiökokoukselle.⁵²⁶ Tämän voidaan perustellusti katsoa vaikuttavan siirtokynnyksen kokonaisvaltaisessa arvioinnissa johdon valtaa⁵²⁷ rajoittavasti. Merkittävin painoarvo yhtiöjohdon suhteen tulee kuitenkin antaa sille se, että AML 11:14:n 2. virke edellyttää asian siirtämättä jättämisen tilanteessa menettelyltä edellytettävän OYL 1 luvun ja ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisten periaatteiden mukaisuuden ohella kohdeyhtiön hallituksen julkistavan viipymättä siirtämättä jättämisen syyn. Fiva tulkitsee AML 11:14:stä seuraavan edellytys syyn julkistamiseen viipymättä päätöksen tekemisen jälkeen.⁵²⁸ Kokonaisuutena vaikuttaa siltä, että viimekädessä siten siirtokynnyksen normatiivista harkintaa ohjaa markkinoiden ennakoitavat reaktiot. Tämä myös samalla avaa tässä tutkimuksessa kohdeyhtiön sisäisiä relaatioita koskevan tarkastelutason lopulta yhtiön ulkoiseksi.

⁵²¹ Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13, jossa tuodaan esille, että kohdeyhtiön kohdistettu ostotarjous ei aina ole osakkeenomistajien näkökulmasta paras vaihtoehto.

⁵²² Tämä tuodaan selkeästi esille ostotarjouskoodissa. Sen mukaan ehdotetulle ostotarjoukselle oleviin muihin mahdollisuuksiin perehtyminen ja analysointi kuuluvat tarjouksen arviointikokonaisuuteen (Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13). Ostotarjouskoodissa katsotaan ostotarjouskontekstissa osakkeenomistajien edun vaativan hallituksen analysoivan tarjousta ja sen vaikutuksia ja tilanteesta riippuen lisäksi arvioida sitä suhteessa toisiin mahdollisiin toimintatapoihin (Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 15). Vakavasti otetun yhteydenoton jälkeen hallitukselta edellytettävä tavoite osakkeenomistajien näkökulmasta parhaaseen lopputulemaan pääsemiseksi pitää sisällään tilanteesta riippuen myös tarjoukselle toisten menettelyjen huolella tehtävää selvittämistä (Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 14. Ks. tarjouksen torjumisesta erityisesti Ostotarjouskoodin suosituksen 2 perustelujen osalta s. 15 - 16).

⁵²³ Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

⁵²⁴ Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

⁵²⁵ Ks. Nyström 2016, s. 215.

⁵²⁶ Määräykset ja ohjeet 9/2013, 4.4, kohta 18, ks. myös Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 johdanto, s. 13.

⁵²⁷ Ks. Nyström 2016, s. 215.

⁵²⁸ Määräykset ja ohjeet 9/2013, 4.4, 19 kohta, ks. myös Ostotarjouskoodi, suosituksen 2 perustelut, s. 16.

5 Ostotarjousten edistäminen osakeinstrumentin tasolla

5.1 Läpimurtosäännöksen moninaiset ulottuvuudet

Ostotarjousten edistämistä on perusteltua arvioida vielä yhdellä tarkastelutasolla. Tarjousten toteutumista on nimittäin määräysvaltaan kohdentumisen keinolla pyritty edistämään vaikuttamalla osakeinstrumentin tasolle asemoituviin tekijöihin.⁵²⁹ Kyse on määräysvallan jaon perusteena olevasta vallan ja riskin keskinäisen relaation optimaalisuutta koskevasta osake ja ääni -periaatteen mukaisuuteen pyrkivästä normituksesta.⁵³⁰ Täsmällisemmin kohdennutaan ostotarjousdirektiiviin sisältyvään jäsenvaltioille vapaaehtoiseen⁵³¹ 11 artiklaan⁵³². Kyseisen artiklan 4 kohta on ns. läpimurtosäännös (*breakthrough rule*⁵³³). Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan 4 kohdan ensimmäinen alakohta kuuluu seuraavasti:

”Kun tarjouksen tekijä on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa vähintään 75 prosenttia äänioikeutetusta pääomasta, edellä 2 ja 3 kohdassa tarkoitettuja arvopapereiden siirtoa ja äänioikeutta koskevia rajoituksia sekä hallinto- tai johtaelimen jäsenten nimittämistä ja erottamista koskevia osakkaiden erityisoikeuksia, joista säädetään kohdeyhtiön yhtiöjärjestyksessä, ei sovelleta, ja moniäänisillä arvopapereilla saa olla kullakin vain yksi ääni ensimmäisessä tarjouksen päättymisen jälkeen pidettävässä yhtiökokouksessa, jonka tarjouksen tekijä kutsuu koolle yhtiöjärjestyksen muuttamiseksi tai hallinto- tai johtaelimen jäsenten erottamiseksi tai nimittämiseksi” (Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 20).

Suomi ei ole 11 artiklan osalta toteuttanut voimaansaattamista.⁵³⁴ Kuitenkin yhtiöt voivat ottaa halutessaan käyttöön kyseisen artiklan mukaisen normituksen⁵³⁵ yhtiöjärjestyksensä normittavien OYL:n säännösten mukaisesti.⁵³⁶ Ostotarjousdirektiivin 11 artiklan mukaisen normituksen kaltaista yhtiöjärjestyssääntelyä ei

⁵²⁹ Kokonaisuudessaan osakkeen riski jakautuu markkinariskiin ja yhtiön yritysrisikkiin (Kaisanlahti 1999, s. 70).

⁵³⁰ Ks. Villa 1997, s. 124. Ks. myös Mähönen & Villa 2015, s. 220. Valtioneuvoston kirjelmässä U 79/2002 vp tuodaan esille 11 artiklaan liittyvän ”yksi ääni, yksi osake” -periaatteen elementtejä, vaikka kyseinen artikla ei rajoita erilaisten osakkeiden käyttämistä (U 79/2002 vp, s. 11). Läpimurtosäännös pohjautuu pääoman ja kontrollin suhteellisuuden periaatteeseen (SEC[2007] 1705, s. 58).

⁵³¹ Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 21, jossa tuodaan esille, että ostotarjousdirektiivin 12 artiklan 1 kohta mahdollistaa jäsenvaltioille oikeuden olla edellyttämättä tarkemmin direktiivissä tarkoitettuja yhtiöitä soveltamasta muun muassa 11 artiklaa.

⁵³² Ostotarjousdirektiivin 11 artikla koskee suojatoimenpiteiden kumoamista, Ks. EUVL L 142, s. 20 – 21.

⁵³³ Ks. COM(2012) 347 final, s. 10.

⁵³⁴ Ostotarjouskoodi, s. 45, s. 46.

⁵³⁵ Ks. ostotarjousdirektiivin 12 artiklan 2 kohdan ensimmäinen alakohta, ks. ostotarjouskoodi, s. 45 ja s. 47. Ks. myös HE 6/2006 vp, s. 12, s. 29.

⁵³⁶ HE 6/2006 vp, s. 12, s. 29, ks. ostotarjouskoodi, s. 47. Ks. Ostotarjousdirektiivin 12 artiklan 2 kohdan ensimmäinen ja toinen alakohta EUVL L 142, s. 21.

ole kuitenkin toteutettu suomalaisten pörssiyhtiöiden kohdalla.⁵³⁷ Suomen tilanne ei vaikuta poikkeavan EU:ssa havaitusta linjasta. Läpimurtosäännös ei nimittäin ollut jäsenvaltioissa suosittu.⁵³⁸ Jäsenvaltioiden haluton asenne on myös ennakoitu ja läpimurtosäännöksen tehon onkin nähty jäävän riippumaan yhtiöistä.⁵³⁹ Laajemmin osake ja ääni -periaatteesta poikkeamisessa onkin huomattava muuttunut yhtiökäytäntö.⁵⁴⁰ Läpimurtosäännöksen kaltainen säännös ei välttämättä de facto toteuttaisi optimaalisesti sääntelytarkoitustaan myöskään normituksen eri keinoin tapahtuvan kiertämisen vuoksi.⁵⁴¹

Edellä todetun perusteella lähtökohtaisesti tässä selvitettävän osatutkimuskysymyksen tarkastelu ei vaikuta käytännön kannalta mielekkäältä. Kuitenkin läpimurtosäännöksen tarkastelua argumentoi siihen liittyvä tietynasteinen *radikaalius*.⁵⁴² Läpimurtosäännös nimittäin käsittelee yhtiöoikeusteoreettisen kontekstin keskeisiä perusteita osakeyhtiön vallan jaosta.⁵⁴³ Lisäksi yleisemmällä tasolla Mähönen ja Villa ovat tuoneet esille osake ja ääni -periaatteen vahvan asemoitumisen määräysvaltamarkkinoille.⁵⁴⁴

Läpimurtosäännöksen tarkoitusperät on eri lähteissä suoranaisemmin liitetty moniääniosakkeita koskevaksi tematiikaksi. Tämä ilmenee erityisen hyvin talousvaliokunnan lausunnosta 2/2003 vp, jossa käytetään moniääniosakkeiden kohdalla ostotarjousdirektiivin intressistä suoraan ilmaisua *maalitaulu*.⁵⁴⁵ Myös Palm tuo esille, että läpimurtosäännöksen vaikutuksen kohdentuminen yritysvaltaukselta hyvin turvattuihin

⁵³⁷ Ostotarjouskoodi, s. 47. Myös vanhassa ostotarjouskoodissa ostotarjousdirektiivin 11 artiklan normituksen kaltaisten yhtiöjärjestyksen määräysten osalta tuodaan vastaavasti mutta kuitenkin yleisemmin esille ”ei -- ole käytössä Suomessa” (Yrityskauppalautekunnan suositus 2006, s. 38).

⁵³⁸ COM(2012) 347 final, s. 8, kappale 19.

⁵³⁹ SEC(2007) 1705, s. 59, jossa toisaalta myös tuodaan esille, että säännöksen omaksumista hankaloittaa muun muassa joidenkin jäsenvaltioiden vaatima sen omaksumisen kriteeriksi asetettu suuren osakkeenomistajamäärän hyväksyntä.

⁵⁴⁰ Ks. Vahtera 2011, s. 436 – 437, jossa tuodaan esille, että suomalaisten pörssiyhtiöiden lisääntynyt osake ja ääni -periaatteen omaksuminen voi kertoa joko siitä, että sijoittajat eivät halua osalleen suhteellisen vallan poistumisesta aiheutuvaa riskiä tai kontrolliomistajien haluttomuudesta maksaa kompensatiota niille, jotka omistavat äänivallaltaan alhaisempia osakkeita.

⁵⁴¹ Palm 2005, s. 341, josta ilmenee, että vaikka murtosäännös omaksuttaisiin Suomen oikeuteen, on mahdollista, että yhtiöissä hyödynnetään muita yritysvaltauksen torjunnan keinoja, joilla läpimurtosäännöksen vaikutus olisi kierrettävissä. Ks. myös Vahtera 2011, s. 393 alaviite nro 1251.

⁵⁴² SEC(2007) 1705, s. 58, josta ilmenee, että ostotarjousdirektiivin artiklaa 11 pidetään ”radikaalina” keinona ostotarjouksien edistämiseksi.

⁵⁴³ Ks. Vahtera 2011, s. 454. Ks. Villa 1997, s. 124. Osakkeenomistajien viimekätinen ratkaisovalta osakeyhtiön tarkoituksen toteuttamisessa on keskeisintä osakkeenomistajien vallan konkretisoinnissa ja sen jaossa osakkeenomistajien välillä (Vahtera 2011, s. 385).

⁵⁴⁴ Mähönen & Villa 2015, s. 221.

⁵⁴⁵ TaVL 2/2003 vp, s. 4, jossa pohjoismaisten moniäänisten osakkeiden katsotaan olevan ostotarjousdirektiivin lähtökohtainen ”maalitaulu”.

yhtiöihin on ollut komission pyrkimys.⁵⁴⁶ Läpimurtosäännöksen normituksen moniääniosakkeista voi sinänsä katsoa löytävän kirjallisuudesta tukevia argumentteja.⁵⁴⁷

Arvioinnissa on huomattava myös perustuslaki⁵⁴⁸ (PL, Suomen perustuslaki 11.6.1999/731) ja siten perusoikeudet.⁵⁴⁹ Ostotarjousdirektiivin implementoinnin yhteydessä säännöksen osalta on nostettu esiin perustuslain 15 §:n⁵⁵⁰ mukainen omaisuudensuoja.⁵⁵¹ Perustuslakivaliokunnan lausunnossa 1/2003 vp normituksen oikeasuhtaisuuden osalta katsottiin problemaattisena ehdotetun äänestys- ja siirtorajoitteiden tehottomuuden kohdentuminen yhtiön puitteissa toteutettujen varallisuuskonstruktioiden keskeisiin ehtoihin.⁵⁵² On huomattava, että sopimussuhteiden pysyvyys on PL 15.1 §:n omaisuuden suojaan kuuluva.⁵⁵³ Läpimurtosäännös nähtiin ongelmallisena myös legitiimien odotusten kannalta.⁵⁵⁴ Tämän huomionarvoisuutta korostaa perusteltujen odotusten suojaamisen

⁵⁴⁶ Palm 2005, s. 341.

⁵⁴⁷ Nuolimaa tuo esille, moniääniosakkeet mahdollistavat relatiivisen tehokkaan yritysvaltauksen puolustautumisen etenkin silloin, kun vain yhtiön vähä-äänisiä osakkeita noteerataan pörssissä (Nuolimaa 1989, s. 3, Ks. Palm 2005, s. 335). Ks. Palm 2005, s. 337, jossa Suomessa yritysvaltausmahdollisuuksien kasvattamista voi toteuttaa moniääniosakkeiden painoarvoa heikentämällä. Palmin mukaan läpimurtosäännöksen mukaisen normituksen soveltaminen Suomessa lieventäisi moniääniosakkeiden yritysvaltausmarkkinoille kohdentuvia haittavaikutuksia (Palm 2005, s. 341).

⁵⁴⁸ On huomattava hallituksen esityksen 1/1998 vp. näkemys perustuslaista; Suomen valtiosääntötraditio painottaa perustuslakia oikeudellisesti normatiivisena (HE 1/1998 vp, s. 6). Lisäksi muihin lakeihin nähden perustuslain katsotaan olevan erilainen sen luodessa ”kehysten koko kansalliselle oikeusjärjestykselle” (HE 1/1998 vp, s. 6).

⁵⁴⁹ Perusoikeus on perustuslaissa säädetty yksilön oikeus (HE 309/1993 vp, s. 5).

⁵⁵⁰ PL 15 §:ssä säädetään omaisuuden suojasta. PL 15.1 §:n mukaan jokaisen omaisuus on turvattu. Perustuslakivaliokunta tuo esille omaisuudensuojan normituksen myös EU:n perusoikeuskirjassa 17 artiklassa ja omaisuuden käyttämisen rajoittamisen mahdollisuuden (PeVL 1/2003 vp, s. 3). Osakkeen liitännä omistajan omaisuudensuojaan tulee tietyllä tavalla ilmi osaltaan Caseliuksen, Heikosen ja Huttusen vuoden 1964 teoksessa, jossa he katsovat, että ”-- osake on osakkeenomistajan omaisuutta, jota hän yleensä saa vapaasti käyttää --” (Caselius & Heikonen & Huttunen 1964, s. 90).

⁵⁵¹ PeVL 1/2003 vp, s. 3, josta ilmenee, että perustuslakivaliokunnan lausunnossa lainsäädännön hyväksyttävyyttä linkittyy lopulta perustuslaissa suojattuun omaisuudensuojaan. Perustuslakivaliokunnan mukaan sääntelyehdotusta on tarkasteltava suhteessa perustuslaissa turvattuun omaisuudensuojan osalta erityisesti siksi, että direktiiviin normituksen vaikutuksessa ovat mukana sen voimaan tullessa voimassa olevia konstruktiot (PeVL 1/2003 vp, s. 2 – 3).

⁵⁵² PeVL 1/2003 vp, s. 3. Ks. TaVL 2/2003 vp, s. 3 – 4, jossa talousvaliokunta toi esille Suomen näkökulmasta direktiiviehdotuksen ongelmat sen 11 artiklan osalta koskien arvopapereiden siirtokieltoa ja äänioikeuden rajoittamista koskevaa kieltoa sekä ns. breakthrough rule eli neutralointisääntö, jonka myötä kohdeyhtiön osakkeiden äänieroja ei huomioida tarjouksentekijän määrätyn omistusosuuden saavuttaessa.

⁵⁵³ PeVL 63/2002 vp, s. 2. Suomen Hallitusmuodon 12 §:n (HM, 17.7.1995/969) 1 momentin mukaan jokaisen omaisuus on turvattu. Valtioneuvoston kirjelmässä tuodaan esille, että arvopapereiden, kuten osakkeiden, omistus on perustuslain 15 §:n mukaisen omaisuuden suojan piirissä (U 79/2002 vp, s. 11).

⁵⁵⁴ U 79/2002 vp, s. 11, jossa ilmenee, että valtioneuvoston kirjelmässä nähdään erilajisten osakkeiden käyttämisen rajoittaminen perustuslain kontekstissa problemaattisena myös suhteessa legitiimeihin odotuksiin.

merkitys, joka ilmenee muun muassa perustuslakivaliokunnan lausunnoista 48/1998 vp⁵⁵⁵ ja 45/2002 vp⁵⁵⁶.

Perusoikeudet eivät kuitenkaan ole lähtökohtaisesti absoluuttisesti ehdottomia.⁵⁵⁷ Tuleekin huomata korvauksen maksaminen osakkeenomistajalle.⁵⁵⁸ Ostotarjouskoodissa tuodaan esille, että OYL:ssa ei ole erityissääntelyä ostotarjousdirektiivissä edellytetyn mukaisen korvauksen maksamisesta pörssiyhtiön siirtyessä 11 artiklan normitukseen, mutta korvauksena moniääniosakkeiden kohdalla voisi soveltua OYL:n mukainen suunnattu maksuton anti ja menettelyllisesti osakelajien yhdistämisen mukaiset päätöksentekomenettelykriteerit.⁵⁵⁹

5.2 Äänioikeusrajoitusten soveltumattomuus

5.2.1 Äänioikeus tarjouksentekijälle

Moniääniosakkeiden sijaan tässä tutkimuksessa painotetaan äänioikeusrajoituksia. Äänestysrajoitusten merkitys yritysvaltausten torjunnassa on nostettu esille Nuolimaan kirjoituksessa.⁵⁶⁰ Lisäksi degressiivisillä ääniasteikoilla on merkitystä yritysvaltausten estämisessä.⁵⁶¹ Huomionarvoista onkin, että äänioikeusrajoitusten soveltumattomuudella ei ole nähty moniääniosakkeisiin verrattavaa problematiikkaa läpimurtosäännöksessä, mikä perustee säännöksen tarkastelun äänioikeusrajoitusten kannalta.⁵⁶²

⁵⁵⁵ Perustuslakivaliokunnan lausunnossa 48/1998 vp esitetään: ”Varallisuus oikeudellisten oikeustoimien pysyvyyden suojan taustalla on ajatus oikeussubjektien perusteltujen odotusten suojaamisesta taloudellisissa asioissa” (PeVL 48/1998 vp, s. 2, Ks. PeVL 45/2002 vp, s. 2, Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 3).

⁵⁵⁶ Perustuslakivaliokunnan lausunnossa 45/2002 vp tuodaan esille, että perusteltujen odotusten suojaan kytketty valiokunnan näkemyksessä oikeus luottaa sopimusrelaation osalta keskeisten oikeuksia ja velvollisuuksia normittavan lainsäädäntötason normituksen pysymiseen, mikä heijastuu rajoitteina puuttua merkittävästi sopimuspuolten oikeusasemaan tavallisen lain tasoisella normituksella (PeVL 45/2002 vp, s. 2 – 3. Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 3. Ks. myös Mähönen & Villa 2015, s. 106).

⁵⁵⁷ HE 309/1993 vp, s. 29.

⁵⁵⁸ Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 4. Ks. ostotarjousdirektiivin 11 artiklan 5 kohta, EUVL L 142, s. 20. Ks. ostotarjouskoodi s. 47.

⁵⁵⁹ Ostotarjouskoodi, s. 47, ks. Yrityskauppautakunnan suositus 2006, s. 38.

⁵⁶⁰ Ks. Nuolimaa 1989, s. 3, jossa ”Moniääniosakkeiden tapaisia keinoja mahdollisten valtausten torjumiseksi ovat äänestysrajoitukset, joilla estetään samaa omistajaa käyttämästä tiettyä määrää suurempaa äänivaltaa yhtiökokouksessa”. Ks. Palm 2005, s. 335).

⁵⁶¹ Nuolimaa 1989, s. 4.

⁵⁶² Äänioikeusrajoitusten kohdalla kontrollin keskeytyksen voisi hahmottaa havainnollisesti OYL:n välikäsirangaistussäännöksen tietynlaisen analyttisen vertailun avulla. OYL 25:1,3:n mukaisessa välikäsisuhteessa kyse voi olla siitä, että päämiehen osakkeet on siirretty välikädelle (Savela 2009, s. 7). OYL 25 luvun 1 §:n 3 kohdan mukaan joka tahallaan toimii toisen välikätenä äänioikeuden rajoittamista

Äänioikeusrajoitusten tarkastelun lähtökohdaksi on perusteltua ottaa ostotarjousdirektiivin yleisemmin läpimurtosäännöstä koskeva argumentaatio. Argumentaatiota löytyy myös komission ehdotuksesta KOM(2002) 534 lopull.⁵⁶³ On huomattava, että toisin kuin ostotarjousdirektiivissä, komission ehdotuksessa läpimurtosäännöstä vastaavassa normituksessa⁵⁶⁴ moniääniosakkeita ei normiteta.⁵⁶⁵ Komission ehdotuksessa kyseisen normituksen soveltamisalassa ovat äänioikeusrajoitusten lisäksi nimittäin vain yhtiöjohdon vaihtamiseen liittyvät erityiset oikeudet sekä rajoitteet, jotka kohdentuvat arvopaperien siirtoon.⁵⁶⁶ Ehdotusta ja ostotarjousdirektiiviä arvioidaan seuraavassa painottaen argumentaation perusteltavuutta äänioikeusrajoitusten kannalta.

koskevan osakeyhtiölain säännöksen tai yhtiöjärjestyksen määräyksen kiertämiseksi on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, osakeyhtiörikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi. Aikaisempi laki osakkeita koskevista välikäsisuhteista määritteli välikäden, mutta kyseisen lain tavoitteiden erilaisuus suhteessa OYL:iin ei mahdollista tulkinallista apua OYL 25:1,3:n osalta (Savela 2009, s. 5 alaviite nro 10). Laki tunnetaan myös bulvaanilakina ja sen määräysten soveltamisala oli tarkoitettu kattamaan välikäden käytön yksinomaan rajoituslain alaisten yhtiöiden osakkeiden osalta (HE 103/1938 vp, s. 1). Tämän tutkimuksen kannalta on huomattava, että OYL 25:1,3 nimenomaan yhtiöjärjestyksen äänioikeusrajoituksen kautta linkittyy osake ja ääni -periaatteen (Ks. Vahtera 2011, s. 387 – 388). Yhtiöjärjestyksessä olevaa äänileikkuria voidaan pitää OYL 25:1,3:n tarkoittamana äänioikeuden rajoituksena (Savela 2009, s. 7). Välikäsirangaistussäännöksen ratkaiseva merkitys läpimurtosäännökseen nähden on niiden havaittava yhtenevyys molempien ilmentäessä kontrollin puutteen osaketilanteita. Nimittäin vähä-äänisten ja äänivallattomien osakkeiden omistajilla oleva kontrolli ei ole riittävää osakkeen residuaaliriskiä nähden (Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221). On huomattava, että OYL 25:1,3:n kohdalla päämiehen intressejä menettelyssä toteuttaa konkreettisesti välikäsi (Ks. Savela 2009, s. 6). Kuitenkin välikättä käyttävä voidaan rikosoikeudellisesti hahmottaa yllyttäjänä (Savela 2009, s. 7). Tähän nähden on huomattava rikosoikeudellinen lähtökohta. Yllytysvastuun lähtökohtaisena kriteerinä on ”psykykinen kausaalisuus” eli tekijän tekopäätöksen synnyttäminen (HE 44/2002 vp, s. 154, ks. myös Melander 2016, s. 307). Siten OYL 25:1,3:n osalta kontrollin tarpeen voikin katsoa ilmenevän juuri yllyttäjän positiossa. Sen sijaan läpimurtosäännöksen kohdalla kyse on yhtiöjärjestysnormituksella tuotavasta äänioikeudesta (Ks. HE 6/2006 vp, s. 12). Tällöin niin ikään huomionarvoista verrattaessa OYL 25:1,3:aa ja läpimurtosäännöstä on kriminaalipoliittinen havainto. Nimittäin rikollisuuden ollessa keino saada sellaista, mitä laillisesti toimija ei voi saada johtaa siihen, että laillisiin keinoihin kohdentamalla pienennetään rikollisuuden ilmenemisen todennäköisyyttä (Anttila 1974, s. 160). Suhteutettaessa kyseisen näkemyksen ydin arvioitaessa läpimurtosäännöksen pyrkimystä äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuteen, läpimurtosäännös on kontrollin tuomisen osalta siten tässä tarkastelukontekstissa ymmärrettävä. Sinänsä välikäsi-relaatioita ja ääniasteikkojen kiertämistä on arvioitu jo 1950-luvulla. Caselius katsoi aikoinaan pääasiallisesti mahdolliseksi lunastuksen tilanteessa, jossa yhtiöjärjestyksen degressiivistä ääniasteikkoa pyrittiin kiertämään hankittujen osakkeiden luovuttamisella välikädelle (Caselius 1953, s. 285).

⁵⁶³ KOM(2002) 534 lopull. – 2002/0240(COD), Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi julkisista ostotarjouksista, EUVL C 45E, 25.2.2003, s. 1 – 17.

⁵⁶⁴ Komission ehdotuksessa koskien ostotarjousdirektiiviä 11 artiklan 4 kohdan ensimmäinen alakohta kuuluu seuraavasti: ”Kun tarjouksentekijä on tarjouksen perusteella saanut haltuunsa kohdeyhtiön arvopapereita määrän, joka kansallisen lainsäädännön mukaisesti antaisi hänelle mahdollisuuden muuttaa yhtiön yhtiöjärjestyksestä, edellä 2 ja 3 kohdassa tarkoitetut arvopapereiden siirtoa ja äänioikeutta koskevat rajoitukset sekä hallinto- tai johtoelimen jäsenten nimittämistä ja erottamista koskevat osakkaiden erityisoikeudet eivät tuota oikeusvaikutuksia ensimmäisessä tarjouksen päättymisen jälkeen pidettävässä yhtiökokouksessa” (KOM[2002] 534 lopull., s. 16).

⁵⁶⁵ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 16 ja argumentaatiota moniääniosakkeiden rajaamisesta normituksen alasta s. 7.

⁵⁶⁶ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 16.

Ostotarjousdirektiivissä on kohta *täysipainoisen määräysvallan harjoittamisesta*⁵⁶⁷.

Ostotarjousdirektiivin johdanto-osan 19 perustelukappaleessa todetaan seuraavaa:

”Jäsenvaltioiden olisi toteutettava tarvittavat toimenpiteet sen varmistamiseksi, että kaikille tarjouksen tekijöille annetaan mahdollisuus hankkia enemmistöosakkuus muissa yhtiöissä ja harjoittaa niissä täysipainoisesti määräysvaltaa”, joten ”arvopapereiden siirtoa ja äänioikeuksia koskevat rajoitukset, poikkeukselliset nimittämisoikeudet sekä moninkertaiset äänioikeudet olisi poistettava tai niitä olisi oltava soveltamatta ostotarjouksen hyväksymisaikana sekä silloin, kun yhtiökokous päättää suojaustoimenpiteistä, yhtiöjärjestyksen muutoksista taikka hallinto- tai johtaelimen jäsenten erottamisesta ja nimittämisestä ensimmäisessä tarjouksen päättymisen jälkeen pidettävässä yhtiökokouksessa” (Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 13. Alleviivaukset tässä).⁵⁶⁸

Kyseinen ostotarjousdirektiivin kappale selvästi korostaa *tarjouksentekijän* positiota, johon nähden on huomionarvoinen komission ehdotuksesta havaittava näkemys. Ehdotuksessa 11 artiklan sääntelyn nähdään liittyvän toimiin, joista voi potentiaalisesti seurata yhtiöjohdon perusteeton suojeleminen (*management entrenchment*).⁵⁶⁹ Juuri tähän nähden on havainnollinen niin ikään ehdotuksesta ilmenevä pyrkimys, että tarjouksentekijälle on tehtävä mahdolliseksi kutsua koolle ostotarjouksen hyväksymisen jälkeen yhtiöjärjestyksen muuttamista ja kohdeyhtiön johdon vaihtamista koskeva yhtiökokous, jossa kuitenkin tarjouksentekijälle ei kohdentuisi muun muassa äänioikeuden käyttämisen rajoitteita.⁵⁷⁰

Kyseisiä komission ehdotuksen näkemyksiä on havainnollista tarkastella yhdessä. Tällöin voitaisiin kiteyttää kyseessä olevan tarjouksentekijälle varmistettavasta äänioikeudesta, jonka tarkoituksena äänioikeusrajoitusten soveltumattomuudella muodostettavana vastapainona on toimia yhtiön vallitsevaa määräysvalta-asetelmaa muuttavana tekijänä estämään johdon perusteetonta suojelua.⁵⁷¹ Tarkasteltaessa nimenomaan tarjouksentekijälle varmistettavan äänivallan merkitystä kohdeyhtiön määräysvalta-asetelmassa voidaan havaita huomionarvoinen yhtäläisyys ostotarjouksilla ja insolvenssioikeudellisilla menettelyillä. Tietynlainen yhdenmukaisuus on määräysvallan siirtymistä tarkasteltaessa.

⁵⁶⁷ Ks. myös Palm 2005, s. 333.

⁵⁶⁸ On huomattava, että tässä kohdin kyseisen perustelukappaleen argumentaatio on sovellettavissa myös moniääniosakkeiden äänivallalle koituvaan vaikutukseen, sillä perustelukappale sisältyy nimenomaan ostotarjousdirektiiviin eikä sitä koskeneeseen komission ehdotukseen KOM(2002) 534 lopull.

⁵⁶⁹ KOM(2002) 534 lopull., s. 7, ks. myös HE 6/2006 vp, s. 11.

⁵⁷⁰ KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁵⁷¹ Äänioikeuden varmistamisen myötä tilanne on tarjouksentekijän kannalta tietysti määrin samankaltainen kuin stake buildingissä pyrkimys muuttaa kohdeyhtiön olemassa olevaa määräysvalta-asetelmaa (Ks. Knuts 2011, s. 222 alaviite nro 536).

Insolvenssioikeudessa erityisesti likvidaatiomenettelyssä⁵⁷², kuten konkurssissa⁵⁷³, tunnetaan nimittäin *määräysvallan siirtymisen periaate*⁵⁷⁴. Samankaltaista määräysvalta-asetelmaa muuttavaa merkitystä voidaan etenkin kohdeyhtiön vallitsevan määräysvalta-asetelman näkökulmasta hahmottaa myös läpimurtosäännöksessä tarjouksentekijän position korostumisen vuoksi.⁵⁷⁵

Tämän tutkimuksen kannalta merkityksellisempää on kuitenkin kysymys läpimurtosäännöksen tarkoituksenmukaisuudesta⁵⁷⁶ äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden *merkityksen* kannalta. Luonteva lähtökohta kysymyksen tarkastelulle on arvioida komission ehdotuksessa esitetyn yhtiöjohdon perusteetonta suojelua koskevan näkemyksen⁵⁷⁷ perusteltavuutta. Soveltuvia argumentteja vaikuttaa löytyvän yritysvaltauksista esitetyistä näkemyksistä. Johdon perusteettoman suojelun estämisen voisi katsoa tematiikaltaan argumentoituvan jo vihamielisten yritysvaltausten käsitteellisen hahmottamisen kautta.⁵⁷⁸ Nuolimaa tuo esille, että yritysvaltauksen luonnehdinnalla vihamieliseksi viitataan yhtiöjohdon asennoitumiseen valtaajia kohtaan, sillä yhtiöjohdon käsitystapana on valtauksen jälkeinen yhtiöjohdon muutos.⁵⁷⁹ Yhtiöjohdon intressit oman position turvaamisen osalta ilmenevät myös toisella tavalla. Nuolimaan mukaan kohdeyhtiön johdon osoittaessa osakkeenomistajille ostotarjouksen vaihtoehdon, sen on oltava siten aito vaihtoehto, ettei sen tosiasiallinen tarkoitusperä liity yhtiöjohdon oman position turvaamiseen.⁵⁸⁰ On myös sinänsä tunnistettava, että yhtiöjohdolla on riski omistajamuutoksista.⁵⁸¹ Edellä esitetyt näkemykset selkeästi tukevat arviointia siitä, että yhtiöjohdolla on tarve saada suojelua positionsa osalta. Toisaalta ei kuitenkaan voida

⁵⁷² Likvidaation myötä tyypillisesti velallisen taloudellinen toiminta loppuu (HE 26/2003 vp, s. 6).

⁵⁷³ Konkurssi on likvidaatiomenettely, jolla pyritään muuttamaan velallisen varallisuus rahaksi ja jakamaan varat velkojille (HE 26/2003 vp, s. 6).

⁵⁷⁴ *Määräysvallan siirtymisen periaatteeseen* liittyy osaltaan se likvidaatiomenettelyn ominainen seikka, että ”velallinen menettää määräysvaltansa heti ja totaalisesti; harkintavaltaa ei yksittäistapauksessa ole” (Hupli 2004, s. 149). Tätä konkretisoi konkurssilaki; KonkL (20.2.2004/120) 3:1:n mukaan konkurssin alettua velallinen menettää oikeuden määrätä konkurssipesään kuuluvasta omaisuudestaan. Ks. myös KonkL 1:1.2:n 2. virke. Konkurssiin nähden yrityksen saneerauksessa lähtökohta on erilainen: YrsanL (25.1.1993/47) 29.1 §:n 1. virkkeen mukaan velallisella säilyy menettelyn alkamisen jälkeenkin valta määrätä omaisuudestaan ja toiminnastaan, mikäli tässä laissa ei toisin säädetä. YrsanL 29.2 § sisältää kuitenkin velallista koskevia rajoitteita. Lisäksi YrsanL 30 §:ssä säädetään velallisen määräysvallan erityisistä rajoituksista.

⁵⁷⁵ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3, jossa tuodaan esille pyrkimys siitä, ettei toteutuneen ostotarjouksen jälkeisessä yhtiökokouksessa mm. äänioikeusrajoitukset soveltuisi tarjouksentekijälle.

⁵⁷⁶ Ks. Hidén 1974, s. 24 – 25.

⁵⁷⁷ Ks. KOM(2002) 534 lopull. s. 7.

⁵⁷⁸ Nuolimaa tuo esille ”valtaus” ja ”kaappaus” käsitteiden ilmentävän sitä, että osakkeiden hankintaa vastustetaan yhtiöjohdon ja mahdollisesti tiettyjen osakkeenomistajien taholta (Nuolimaa 1989, s. 2).

⁵⁷⁹ Nuolimaa 1993, s. 760.

⁵⁸⁰ Nuolimaa 1993, s. 760, Ks. Savela 1999, s. 246 alaviite nro 889.

⁵⁸¹ Mähönen & Villa 2015, s. 221. Ks. Mähönen 2001, s. 153.

määrittää tarkasti sitä, missä määrin on kyse ”perusteettomasta” suojelusta. Tämän voisi nähdä osaltaan heikentävän tarjouksentekijälle varmistettavan äänioikeuden perusteltavuutta.

5.2.2 Kohdeyhtiön huomioiva argumentaatio

Varsinaisen yhtiöjohdon perusteettoman suojelun arvioinnin sijaan onkin syytä laajentua muihin näkökulmiin ja siirtää tarkastelun painopiste yhtiöjohdon sijaan vahvemmin kohdeyhtiölle koituviin vaikutuksiin. Arviointi voidaan kohdentaa ensinnäkin ostotarjousten merkitykseen kohdeyhtiölle. Erityinen huomionarvoinen yhtenevyys löytyy myös tältäkin osin vertailemalla tilannetta insolvenssioikeudelliseen menettelyyn. Rinnasteisuus voidaan havaita tällöin *uhkien* kesken eli määräysvaltamarkkinauhkien⁵⁸² ja *residuaaliriskin*⁵⁸³ aktualisoitumista koskevan uhan välillä. Nimenomaan uhan merkitystä konkreettisen yritysoston tai -valtauksen sijaan on korostettu Mähösen ja Villan teoksessa.⁵⁸⁴ Yritysvaltausten kohdalla merkitystä on erityisesti uhan todellisuudella. Palmin mukaan nimittäin käytännössä vain teoreettinen yritysvaltausuhka johtaa siihen, että yhtiöjohdolla on suurempi vapaus toimia ja samalla kuitenkin kapeampi vastuu epäonnistumisistaan.⁵⁸⁵ Varsinkin tämän perusteella olisi mahdollista ajatella, että uhka toteuttaisi välillisesti myös yhtiöjohdon perusteettoman suojelun estämistä ja siten edelleen vaikuttaisi lähtökohtaisesti argumentoivan voimakkaasti myös laajemmin ostotarjousten edistämisen puolesta. Sen sijaan läpimurtosäännöksen perusteltavuuden kannalta omaksi kysymykseksi jää, kuinka vahvasti uhan merkitystä painottavien näkemysten voitaisiin nähdä tukevan äänioikeusrajoitusten soveltumattomuutta.

Äänioikeusrajoituksia koskevaan läpimurtosäännöksen sääntelystrategiseen argumentaatioon voidaan liittää tarjouksentekijän position tarkastelu myös eräästä merkityksellisestä näkökulmasta. Ostotarjousdirektiivin johdanto-osan 19 perustelukappaleen pyrkimys erityisesti täysipainoisen määräysvallan harjoittamiseen⁵⁸⁶ on

⁵⁸² Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

⁵⁸³ Ks. residuaaliriskistä esim. Mähönen & Villa 2015, s. 194 – 195. ”Jos osakeyhtiö joutuu konkurssiin, osakas menettää ainoastaan sen osakkeisiin sijoittamansa varat” (Drockila 1965, s. 3).

⁵⁸⁴ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221.

⁵⁸⁵ Palm 2005, s. 337. Arshadin ja Eyssellin näkevät ostotarjouksien olevan ”on balance, socially desirable transactions when they involve target firms that are crippled by inefficient management” (Arshadi & Eyssell 1993, s. 12).

⁵⁸⁶ Ostotarjousdirektiivi EUVL L 142, s. 13.

tietyssä määrin ideaalisella tasolla yhdenmukainen yleisemmin tunnistettuun tarjouksentekijän intressiin koskien kohdeyhtiön *latentia arvonnousupotentiaalia*⁵⁸⁷. Tältä osin on mahdollista argumentoida, että ostotarjousten edistäminen linkittyy keskeisesti myös kohdeyhtiöihin toiminnan edistämiseen tukien siten lähtökohtaisesti ostotarjousten edistämisyrittämyksiä. Kuitenkaan ei ole mahdollista tehdä yksiselitteistä johtopäätöstä siitä, onko juuri läpimurtosäännöksen äänioikeusrajoitusten soveltumattomuus optimaalinen keino ostotarjousten edistämiseksi. On nimittäin huomattava, että tarjouksentekijän intressit kohdeyhtiön osalta voivat kohdentua myös muuhun kuin sen toiminnan kehittämiseen.⁵⁸⁸

Tarjouksentekijän suurta painoarvoa voidaan katsoa haastavan osaltaan myös kysymys siitä, onko kohdeyhtiön kehittäminen yksinomaan *tarjouksentekijän* positioon liitettävä merkitys. Nimittäin Nuolimaa tuo esille, että yritysvaltausten vaikutusten hyvinä puolina on katsottu olevan yritysvaltauksen merkitys osaamattoman yhtiöjohtoon puuttumisena sen toteuttamaan menettelytapaan vaikuttaessa tai johdon vaihtamiseksi.⁵⁸⁹ Merkityksellistä siis on myös saman yhtiöjohton uudistumiskyky. Uhan kannustinvaikutus on nostettu esille Mähösen teoksessa.⁵⁹⁰ Myös Immonen liittyy yritysvaltauksiin positiivisen vaikutuksen nimenomaan johdon yrityksen edistämiseen kohdentuvan huomion kautta.⁵⁹¹ Lisäksi Palm painottaa etenkin yritysvaltausuhan positiivista merkitystä yhtiölle.⁵⁹² On toisaalta havaittava, että valtauksen alaiset yritykset ovat markkina-arvoltaan relatiivisesti heikompia.⁵⁹³ Kokoavasti siis kohdeyhtiössä sen olemassa oleva yhtiöjohto voi saada aikaan samoja vaikutuksia, joita tarjouksentekijän kohdeyhtiön kehittämistä koskeviin intresseihin liitetään.⁵⁹⁴

Tässä kohdin ostotarjousten edistäminen kohdeyhtiön määräysvalta-asetelmien muuttamisella kiteytyykin tarjouksentekijänä olleen henkilötahon ja kohdeyhtiön johdon

⁵⁸⁷ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 467. Myös Nuolimaa tuo esille mahdollisuuden yritysvaltaajien merkityksestä yrityksen toiminnan tehostamisessa toisenlaisten liikeideoiden osalta (Nuolimaa 1989, s. 8, Ks. Palm 2005, s. 337).

⁵⁸⁸ Ks. esim. Immonen 2018, s. 39 yritysvaltausten kontekstissa ns. *bust-up -tyyppisestä fuusiosta* kohdeyhtiön kohtalona. KPL 3:3:n (29.12.2016/1376) 1 momentin 1 kohdassa säädetään oletuksesta kirjanpitovelvollisen toiminnan jatkuvuudesta. KPL 3:3:n 1 kohta on jatkuvuusperiaate (HE 89/2015 vp, s. 57).

⁵⁸⁹ Nuolimaa 1989, s. 8, ks. myös Palm 2005, s. 337.

⁵⁹⁰ Ks. Mähönen 2001, s. 153.

⁵⁹¹ Ks. Immonen 2018, s. 38.

⁵⁹² Palm 2005, s. 337.

⁵⁹³ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221. Ks. Immonen 2018, 38 – 39.

⁵⁹⁴ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 467, jossa tuodaan esille tarjouksentekijän kohdeyhtiössä tunnistama *latentti arvonnousupotentiaali* ja tarjouksentekijän konkreettisemmat suunnitelmat kohdeyhtiön potentiaalin esille tuomiseksi.

väliseksi valtdynamiikaksi kohdeyhtiön potentiaalin⁵⁹⁵ esille tuomisessa. Asiallisesti potentiaalia koskevan tematiikan voi katsoa lähenevän sisäpiirisääntelyssä käsiteltyä Daviesin esille tuomaa määräysvaltamarkkinoiden edistämisen välineellistä funktiota resurssien tehokkaimmassa käytössä.⁵⁹⁶ Tämän osalta huomionarvoista on painottaa, ettei ostotarjousten toteutuminen ole itseisarvoinen tarkoitus. Suurempi intressi onkin etenkin tässä tarkastelutasossa kohdeyhtiön kehittäminen.⁵⁹⁷

Kohdeyhtiön kehittämisen tematiikka on itsessään tarkastelun arvoinen ja tietyssä määrin yleisluonteinen laajemminkin oikeusjärjestelmässä tunnistettuna. Esimerkiksi tarjouksentekijän mahdollisen intressin kohdeyhtiön *latentin arvonnousupotentiaalin vapauttamisen toteuttamiseksi*⁵⁹⁸ voidaan havaita olevan osin lähtökohtaiselta taustajatukseltaan samankaltainen yhtiön kannalta kuin saneeraus⁵⁹⁹. Oleellinen yhtenevyys saneeraukseen on yhtiön potentiaalin tunnistaminen.⁶⁰⁰

5.3 Äänioikeusrajoitukset EU:n sisämarkkinatemiikassa

Läpimurtosäännöksen osalta äänioikeusrajoituksiin on EU:ssa liitetty myös tematiikaltaan täysin toisenlainen konteksti. Komission ehdotuksessa tuodaan esille yhteisöjen tuomioistuimen pääomien vapaata liikkuvuutta käsitellyttä oikeuskäytäntöä, jossa kyse on ollut yksinomaan jäsenmaiden hyväksymistä normituksista.⁶⁰¹ Yksi tapauksista on *komissio v. Portugali (C-367/98)*.⁶⁰² Kyseisen tapauksen mukaan toisten jäsenmaiden sijoittajien eräiden portugalilaisten yritysten osakkeiden hankkimista rajoittava kielto on pääomien

⁵⁹⁵ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 467.

⁵⁹⁶ Davies 1991, s. 252.

⁵⁹⁷ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 221, jossa vastaavasti resurssien tehokkaan käyttämisen tarkastelukulmana on yritys määräysvaltamarkkinoiden arvioinnin kontekstissa.

⁵⁹⁸ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 467.

⁵⁹⁹ Lähtökohtaisesti hallituksen esityksessä HE 182/1992 vp tuodaan esille konkurssin merkitys taloussystemin oikeudellisen puiteiston osana eliminoidessaan toimintakyvyttömät yritykset, mutta konkurssi nähdään hallituksen esityksessä epäsovivana tilanteessa, jossa yrityksen talousongelmat eivät ole pysyviä tai niiden syyt eivät ole mahdottomia korjata taloudellisesti perustellun toiminnan mahdollistamiseksi (HE 182/1992 vp, s. 6). Saneerauksen sallimisen pohjalla on presumptio siitä, että saneeraus mahdollistaa likvidaatiota paremmin yrityksen goodwill arvojen ja henkisten resurssien käyttämisen, mikä edistää velkojien intressien toteutumista (HE 26/2003 vp, s. 6).

⁶⁰⁰ Ks. HE 181/1992 vp, s. 4, jossa tuodaan esille, että saneerausnormiston pyrkimyksenä on luoda taloudellisissa ongelmissa olevan, mutta perusteiltaan ”clinkelpoisen” yrityksen yrityssaneeraus ja turhien konkurssien esto. Lakivaliokunnan mietinnössä 6/2003 vp suhtaudutaan uudistusta koskevaan esitykseen positiivisesti (LaVM 6/2003 vp, s. 2).

⁶⁰¹ KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶⁰² KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

vapaan liikkuvuuden rajoitteena.⁶⁰³ Esille nostettujen oikeustapausten kontekstissa komission ehdotuksessa tuodaan esille tuomioistuimen muistutus sijoittamista ja määräysvallan käyttämistä eurooppalaisissa yhtiöissä koskevien rajoitteiden pääomien vapaan liikkuvuuden vastaisuudesta.⁶⁰⁴

Huomionarvoista on, että komission ehdotuksessa pääomien vapaata liikkuvuutta koskevan oikeuskäytännön esille tuonti liitetään ehdotuksen 11 artiklaan, joka siis normittaa muun muassa äänioikeuden käyttämiseen liittyviä *yksityisoikeudellisia* rajoitteita julkisissa ostotarjouksissa.⁶⁰⁵ Komission ehdotuksessa vaikutetaan tietyssä määrin siis rinnastettavan yhtiöiden äänioikeusrajoitukset jäsenvaltioiden osalta tarkasteltuihin rajoitteisiin. Joka tapauksessa äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden funktioiden argumentaatio nojaa EU:n sisämarkkinavapauksia korostavaan *Euroopan talouskonstituutioon*.⁶⁰⁶ Läpimurtosäännöksen tarkoituksenmukaisuuden⁶⁰⁷ kannalta huomionarvoista onkin, että tarkastelu suuntaa argumentaation EU-oikeudelliseksi ja EU:n intressejä koskevaksi.

Pääomien vapaata liikkuvuutta koskevan oikeuskäytännön esille tuonnin ohella EU:n positio ilmenee komission ehdotuksesta myös toisella tavalla. Ehdotuksen 11 artiklan sisältöön liitetään nimittäin tarpeellisuus huomioiden Euroopan parlamentin 5.4.2001 annettu päätöslauselma yhteisön sisäisiä investointeja koskevien oikeudellisten näkökohtien päivittämisestä.⁶⁰⁸ Tämän osalta argumentaatiota ei komission ehdotuksessa kuitenkaan

⁶⁰³ Tuomio 4.6.2002, *komissio v. Portugali*, C-367/98, EU:C:2002:326, 40 kohta. Ks. myös KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶⁰⁴ KOM(2002) 534 lopull., s. 3. Ks. Tuomio 4.6.2002, *komissio v. Portugali*, C-367/98, EU:C:2002:326, 40 kohta. Määräysvaltakysymykset nimenomaan kansallisuutta korostaen ovat olleet esillä aikoinaan Suomessa. Tältä osin voidaan arvioida rajoituslakia eli ulkomaalaisten sekä eräiden yhteisöjen oikeudesta omistaa ja hallita kiinteätä omaisuutta ja osakkeita koskevaa lakia (Ks. HE 103/1938 vp, s. 1). Nimittäin professori Lauri Cederberg oli saanut valtioneuvostolta vuonna 1938 asiakseen luoda ehdotus ”laiksi ulkomaalaisten oikeudesta omistaa osakkeita suomalaisissa yhtiöissä ja yhtymissä” painottuen ulkomaalaisten osakehankintoihin sellaisissa yhtiöissä, joiden omistukseen kuuluu yleisesti ottaen keskeiseksi katsottavaa varallisuutta, koska siihen liittyi riski, että ilman riittävää kontrollia ulkomaalaiselle siirtyy kyseinen varallisuus tai sitä koskeva määräysvalta (HE 102/1938 vp, s. 1). Hallituksen esityksessä ilmenee pyrkimys kieltää ulkomaalaisia osakeomistuksen kasvattamiseen suomalaisissa kiinteätä omaisuutta omistavissa yhtiöissä siten, että ulkomaalaiset saavat määräysvallan yhtiöön (HE 102/1938 vp, s. 2). Lakivaliokunnan näkemyksessä ilmenee kokonaisvaltaista harkintaa. Nimittäin lakivaliokunta ei pitänyt tarpeellisena lain tarkoituksen toteutumiseksi yleistä ulkomaisiin tahoihin kohdennettua asetetun määrän ylittävää suomalaisyhtiöiden osakkeiden omistuskieltoa (LaVM 31/1938 vp, s. 2). Tutkimuksellisesti kuitenkin rajoituslain tarkoituksiperien arviointi edellyttäisi vastaavaa ympäröivän yhteiskunnallisen kokonaisuuden tunnistamista, minkä merkitys ilmenee oikeushistorian parista oikeudellisen muutoksen ja muiden aikakauden muutosten välisessä relaatiassa (Ks. Kekkonen 2013, s. 10).

⁶⁰⁵ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶⁰⁶ Ojanen 2016, s. 2.

⁶⁰⁷ Ks. säädösten tarkoituksenmukaisuudesta Hidén 1974, s. 24 – 25.

⁶⁰⁸ KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

ole.⁶⁰⁹ Siten ei ole selvää, millä tavoin ehdotuksessa kyseistä päätöslauselmaa pidetään merkityksellisenä.

Kyseisessä Euroopan parlamentin päätöslauselmassa tuodaan esille muun muassa komission toiminnasta tiettyjä jäsenvaltioita vastaan kohdistuviin oikeustoimiin tarttumisenä⁶¹⁰ ja kielteinen suhtautuminen komission *yksipuoliseen* toimintaan.⁶¹¹ Kuitenkin päätöslauselman erästä kohtaa on havainnollista arvioida suhteessa komission ehdotukseen. Päätöslauselmassaan Euroopan parlamentti tunnistaessaan jäsenmaiden eritahtisuuden markkinoidensa saattamiseksi kilpailun piiriin katsoo tarvittavan toimia sen estämiseksi, ettei kansallisilla markkinoilla monopolipositiossa olevat yhtiöt perusteettomasti saa etua toisen jäsenmaan markkinoilla.⁶¹² Päätöslauselmassa Euroopan parlamentin näkökantana on myös tarve konkreettisesti estää uusien monopoliasetelmien muodostuminen sisämarkkinoilla.⁶¹³ Aiheeltaan kyse on siis näiltäkin osin sisämarkkinoista tukien siten komission ehdotuksen 11 artiklan osalta liitettyä sisämarkkinoita ilmentävää tarkastelua, mutta ehdotuksen perustelun puutteellisuuden vuoksi ei ole mahdollista arvioida, ovatko nämä päätöslauselman kohdat ehdotuksessa tarkoitettu päätöslauselman merkitys 11 artiklan kannalta.⁶¹⁴ Tämä epävarmuus ei kuitenkaan heikennä läpimurtosäännöksen äänioikeusrajoitusten soveltumattomuudessa nähtävää selkeää sisämarkkinaliitääntä huomioiden etenkin edellä oleva komission esille tuoman pääomien vapaan liikkuvuutta koskeneen oikeuskäytännön tarkastelun kytkös 11 artiklaan.⁶¹⁵

Sisämarkkinaliitääntä perustelee äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden osalta tarkasteltavan läpimurtosäännöksen arvioinnin sisämarkkinoiden kannalta. On hahmotettavissa läpimurtosäännöksellä pyrittävän sisämarkkinoiden sisäisesti samaan tasoittavaan vaikutukseen, joka on liitetty vastavuoroisen tunnustamisen periaatteen⁶¹⁶ taustalle. Kuten *Rewe-Zentral* - eli ns. *Cassis de Dijon* -tapauksessa (120/78) korostettiin jäsenvaltion toimien de facto luonnetta kaupan esteenä⁶¹⁷, myös läpimurtosäännöksen

⁶⁰⁹ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶¹⁰ Euroopan parlamentin päätöslauselma 2002, s. 338 – 339.

⁶¹¹ Euroopan parlamentin päätöslauselma 2002, s. 339.

⁶¹² Euroopan parlamentin päätöslauselma 2002, s. 339.

⁶¹³ Euroopan parlamentin päätöslauselma 2002, s. 339.

⁶¹⁴ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶¹⁵ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶¹⁶ Englanninkieliset ilmaisut ovat *the principle of mutual recognition*, jonka osalta soveltuu myös ilmaisu *the principle of equivalence* (Oliver 2003, s. 133).

⁶¹⁷ *Cassis de Dijon* -tapauksessa katsottiin, etteivät minimialkoholipitoisuuteen liittyvät kriteerit palvelleet ”yleisen edun mukaista tarkoitusta” siten, että tavaroiden vapaasta liikkuvuudesta poikkeaminen olisi ollut mahdollista, vaan kyseisten kriteerien nähtiin olleen perustamissopimuksen 30 artiklan kannalta ongelmallinen ”kaupan este” vaikuttaessaan estävästi toisten jäsenmaiden tuotteiden pitoisuuskriteerien

sääntelytaustaan voidaan liittää näkemys siitä, että äänioikeusrajoitukset on hahmotettava ensisijaisesti EU:n sisämarkkinavapauden⁶¹⁸ esteenä.⁶¹⁹ Tätä tukee se, että komission ehdotuksessa tuodaan lähtökohtaisesti esille ostotarjousdirektiivin 11 artiklan pääasiallisesta tarkoituksesta, että kyseinen ”uusi artikla on vastaus pyrkimykseen luoda julkisille ostotarjouksille tasapuoliset toimintaedellytykset EU:ssa puuttamalla erilaisiin oikeudellisiin rajoituksiin, joita voidaan pitää esteenä tarjousten tekemiselle”.⁶²⁰ Kyseinen argumentaatio soveltuu hyvin juuri äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden vaikutuksiin, sillä ehdotuksessa läpimurtosäännöksen alassa eivät ole moniääniosakkeet.⁶²¹

Sisämarkkinoiden kannalta äänioikeusrajoituksiin kohdentuva normitus on tietynasteisesti looginen. Kuitenkin on tunnistettavissa kaksi problemaattista seikkaa. Voidaan ensinnäkin arvioida, missä määrin komission enemmän tai vähemmän implisiittisesti havaitsema samankaltaisuus jäsenvaltioiden normitusten ja toisaalta yhtiöiden äänioikeusrajoitusten kesken pääomien vapaan liikkuvuuden kontekstissa perustelee läpimurtosäännöstä.⁶²² Toinen problematiikka on se, missä määrin ylipäänsä pääomien vapaa liikkuvuus toimii relevanttina argumentaatioperusteena juuri ostotarjoustilanteessa aktualisoituvaksi äänioikeusrajoitusten soveltumattomuudeksi.

5.4 Läpimurtosäännös ostotarjousten edistämiskeinona

Edellä on käsitelty läpimurtosäännöstä kohdentamalla äänioikeusrajoituksiin. Voidaan kiteytetysti luonnehtia, että äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden kohdalla läpimurtosäännöksen argumentaation nojautuminen vahvasti EU:n sisämarkkinoihin pääomien vapaan liikkuvuuden vuoksi⁶²³ on huomattavasti erilainen verrattuna tarjousentekijän äänioikeutta painottavaan⁶²⁴ ja muun muassa yhtiöjohdon perusteettoman suojelun estämistä⁶²⁵ koskevaan tarkasteluun. Erilaisuus tietyssä määrin hämärtää EU:n

mukaisuutta edellyttävälle jäsenvaltion markkinoille pääsyyn (Tuomio 20.2.1979, *Rewe-Zentral, ns. Cassis de Dijon* -tapaus, 120/78, EU:C:1979:42, 14 kohta. ks. tapauksesta EU-rikosoikeudessa vastavuoroisen tunnustamisen periaatteen historiassa Melander 2015, s. 187).

⁶¹⁸ Ks. Ojanen 2016, s. 2.

⁶¹⁹ Ks. myös KOM(2002) 534 lopull., s. 3. Ks. myös tuomio 4.6.2002, *komissio v. Portugali, C-367/98*, EU:C:2002:326, 40 kohta.

⁶²⁰ KOM(2002) 534 lopull., s. 6, ks. myös HE 6/2006 vp, s. 11.

⁶²¹ Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 16 ja s. 7.

⁶²² Ks. KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶²³ Ks. myös KOM(2002) 534 lopull., s. 3.

⁶²⁴ Ks. myös KOM(2002) 534 lopull. s. 3.

⁶²⁵ Ks. myös KOM(2002) 534 lopull. s. 7.

läpimurtosäännöksen taustaintressejä tehden läpimurtosäännöksestä osaltaan hieman epämääräisen ostotarjousten edistämiskeinon. Epämääräisyys ei sinänsä kumoa yhtä läpimurtosäännöksestä esitettyä luonnehdintaa. Ostotarjousten edistämiskeinona läpimurtosäännökseen on liitetty *radikaalius*, joka osaltaan on selittynyt sillä, että onnistuneen tarjouksensa jälkeen tarjouksentekijällä on mahdollisuus ”helposti” muun muassa vaihtaa kohdeyhtiön johto.⁶²⁶

Läpimurtosäännöksen merkitys ostotarjousten edistämiskeinona tuo esille huomionarvoisia seikkoja myös kokonaisvaltaisemmassa tarkastelussa. Keskeistä on, että läpimurtosäännös ilmentää pääoman ja kontrollin tasapainoista relaatiota.⁶²⁷ Onkin huomattava teoreettisesti avautuva kehikko. Esimerkiksi *riskiteoria*⁶²⁸ argumentoi nimenomaan *vastuun ja riskisuhteen vastaavuuden* puolesta.⁶²⁹ Villan mukaan korrelaatio vallan ja taloudellisen riskin kesken varmistaa yhtiön edun mukaisen hallinnan.⁶³⁰ Kuitenkaan äänioikeusrajoitusten kohdalla EU:n läpimurtosäännöksen tarkoitusperät eivät tämän tutkimuksen tarkastelun valossa mahdollista arviointia siitä, missä määrin osake ja ääni -periaatteen mukaisuuteen pyrkiminen toteuttaisi mainittuja teoreettisesti arvioitavia funktioita. Tämän vuoksi osin vahvistuu Palmin⁶³¹ esille tuoma epävarma käsitys siitä, ettei esimerkiksi moniääniosakkeiden yleisesti liitettyjä arviointeja ole mahdollista käyttää argumentoitaessa läpimurtosäännöksen osake ja ääni -periaatteen mukaisuutta ostotarjouskontekstissa. Palmin näkemys saa osake ja ääni -periaatteen arvioinnin osalta tietynlaista tukea Vahteralta⁶³² ja Huttuselta⁶³³. Voidaankin todeta näkemysten soveltuvan vastaavasti tässä tutkimuksessa äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden osalta.

Arvioitaessa läpimurtosäännöstä ostotarjousten edistämisessä on perusteltua huomioida myös aktualisoituneiden oikeudellisten tarkastelujen painoarvo. Esimerkiksi PeVL 1/2003

⁶²⁶ SEC(2007) 1705, s. 58.

⁶²⁷ Ks. SEC(2007) 1705, s. 58.

⁶²⁸ Teoria tehokkaan riskin jakamisesta (Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 162). Riskiteoriaan kuuluu näkemys riskillisestä toiminnasta, jonka määräytymiskriteereinä ovat vallitseva epävarmuus sekä toteutumisen vaihtoehtoina tappio tai voitto (Mähönen & Villa 2012, s. 13).

⁶²⁹ Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 162.

⁶³⁰ Villa 1997, s. 124.

⁶³¹ Ks. Palm 2005, s. 340. Palm tuo esille epäselvyyden siitä, kuinka läpimurtosäännös tulee hahmottaa kytkeytyneenä välittömästi moniääniosakkeiden hyviin ja huonoihin puoliin vedoten säännöksen liittyvän tilannetapauksiin, joissa tarjouksentekijän haltuun on tullut huomattava osa kohdeyhtiön äänioikeutettua pääomaa (Palm 2005, s. 340).

⁶³² Ks. Vahtera 2011, s. 456, jossa sääntelyn näkökulmasta osake ja ääni -periaatteesta poikkeamisen hyödyllisyys tai haitallisuus on sidottu käytettäviin argumentteihin ja arvioinnin oikeudelliseen kontekstiin.

⁶³³ Huttunen 1984, s. 169, jossa tuodaan esille, että moniääniosakkeiden arvioinnissa merkitystä on olosuhteilla ja relevanteilla normeilla.

vp:ssa toteutettu perusoikeuksien kautta tehty arviointi⁶³⁴ on merkityksellinen arvioitaessa ostotarjousten edistämiseksi käytettävää määräysvaltaan vaikuttavaa sääntelyä.⁶³⁵ On kuitenkin huomattava, että myös perusoikeusarvioinnin kontekstissa merkitystä sai EU:n positio.⁶³⁶ Tämä painottaa EU-oikeuden ja Suomen lainsäädännön aseman tiedostamisen tärkeyttä.⁶³⁷ Yhtiökäytännön ja osakkeenomistajien kannalta tämä kääntyy riskiksi EUnormituksen kehitystä koskien, mille perustuslakivaliokunta antoi painoarvoa.⁶³⁸ Juuri tätä seikkaa on vaikutettu painotetun osakeyhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa.⁶³⁹

Sääntelyratkaisuna läpimurtosäännökseen voidaan liittää myös laajempaa näkökulmasidonnaisuutta sekä intressi- ja jopa arvopohjaisuutta tuoden esille myös aiheen haastavuuden lainsäädännön kohteena.⁶⁴⁰ Tällöin läpimurtosäännöksen arviointi kohtaa samankaltaista arvostuksenvaraisuutta, jota Davies⁶⁴¹ on tuonut esille sisäpiirisääntelyn tarkastelussaan ja jonka voi katsoa ilmentyvän myös tässä tutkimuksen tarkastelutasossa. Osaltaan arvostuksenvaraisuutta voi nimittäin tulkita ilmentävän perusoikeuksien kontekstissa esiintynyt skeptisyys valtioneuvoston kirjelmässä U/79/2002 vp, jossa on nimenomaan käsitelty muun muassa ostotarjousten edistämistä koskevan perusteen

⁶³⁴ Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 2 – 4.

⁶³⁵ *Perusoikeusajattelun* kasvaneesta merkityksestä on nähty seuranneen oikeudenalojen rajojen epämääräistymisen (Määttä & Nystén-Haarala 2005, s. 221).

⁶³⁶ Ks. PeVL 1/2003 vp, s. 3 – 4.

⁶³⁷ Ks. esim. Tuomio 15.7.1964, *Costa v. ENEL*, 6-64, EU:C:1964:66, s. 217, jossa argumentoidaan mm. jäsenmaiden suvereenien oikeuksien rajoittamisesta ja yhteisön oikeuden etusijasta suhteessa kansalliseen oikeuteen.

⁶³⁸ Normituksen oikeasuhtaisuuden osalta perustuslakivaliokunta tuo esille näkemyksensä siitä, että pörssiyhtiön osakkeiden omistamiseen kuuluu luonteenomaisia riskejä, minkä yhteydessä valiokunta toteaa aiheelliseksi ennakoita lainsäädäntömuutokset (PeVL 1/2003 vp, s. 3). Sääntelyn oikeasuhtaisuuden kontekstissa lainsäädäntömuutoksiin varautumisen yhteydessä perustuslakivaliokunta tuo esille, kuinka yhteisötasolla on pyritty luomaan pääomien vapaan liikkuvuuden perustalta markkinoita koskevaa parempaa eurooppalaista normitusta (PeVL 1/2003 vp, s. 3 – 4). Lainsäädäntömuutokset ovat osa osakkeenomistajan riskiä (Ks. Mähönen & Villa 2015, s. 107). Oikeusvarmuus on sinänsä tunnustettu myös EU-oikeudessa. Vuoden 1997 aikaisessa artikkelissaan Raitio on tuonut esille käsityksensä silloisen EY-oikeuden kontekstissa oikeusvarmuuden periaatteesta hahmottaen sen lainkäyttöä ja hallintoa koskevana ”ennakoitavuutena” ja ennalta-arvattavuutena (Raitio 1997, s. 396).

⁶³⁹ Mähönen ja Villa antavat nimittäin ymmärtää, että perustuslakivaliokunnan näkemykset ostotarjousdirektiiviehdotuksesta tarkoittavat osakkeenomistajan riskin sisältävän myös unionin lainsäädännölliset muutokset, joiden osalta kehityslinjaa koskevan tietoisuuden ja ennakoinnin he näkevät olevan ”erityinen velvollisuus” (Mähönen & Villa 2015, s. 107).

⁶⁴⁰ Palm 2005, s. 340, josta ilmenee, että läpimurtosäännöksen omaksuminen on moniulotteinen ja poliittinen teema. Ostotarjouskontekstin ulkopuolella jo Huttusen mukaan moniääniosakkeet ovat oikeuspoliittisesti kiisteltyjä (Huttunen 1984, s. 169).

⁶⁴¹ Arvostuksenvaraisuutta voidaan katsoa ilmentävän Daviesin esille tuomat ostotarjouksia koskevat taustaarvostelmat (ks. Davies 1991, s. 253) ja näkemys määräysvaltamarkkinoiden arvotuksesta (ks. Davies 1991, s. 262).

vahvuutta.⁶⁴² Arvostuksenvaraisuutta voi katsoa kuvastavan myös Suomen vastustus osake ja ääni -periaatteelle annettuun merkitykseen normituksen valmisteluvaiheissa.⁶⁴³

Vaikka läpimurtosäännökseen on siis liitettävissä ostotarjousten edistämiskeinona useita tarkastelukulmia, niiden kautta muodostuva kuva vaikuttaa tuovan esille yhden keskeisen läpimurtosäännökseen liitettävän piirteen. Kiteytetysti voidaan nimittäin todeta, että ostotarjousten edistämisen arviointi osakeinstrumentin tarkastelutasolla läpimurtosäännöksen osalta nostaa lopulta pääoman ja kontrollin relaatiota⁶⁴⁴ keskeisemmäksi asetelmaksi EU:n ja jäsenvaltioiden välisen relaation.

⁶⁴² Ks. U 79/2002 vp, s. 11, jossa yritysostotarjousten edistäminen on nimenomaisena esimerkkinä direktiiviehdotuksessa olleista argumenteista nostettu esille kyseenalaistaen sen riittävyyden suhteessa hyväksyttävään syyhyn ja pakottavaan yhteiskunnalliseen tarpeeseen. On huomattava, että perustuslakivaliokunta pitää direktiiviehdotuksen sääntelyn tarkoitusta hyväksyttävänä perusoikeusjärjestelmän kontekstissa arvioituna tuoden esille ehdotuksen pyrkimykset eurooppalaisten yhtiöiden rakenteiden uudelleenjärjestelyiden kehittämisessä, ja sen liitännät yritysten globaaliin kilpailukykyyn ja yhtenäisiin pääomamarkkinoihin sekä direktiivin merkityksen oikeusvarmuuden kannalta rajat ylittävissä ostotarjouksissa sekä ostotarjouskontekstissa vähemmistöosakkeenomistajien suojan kannalta (PeVL 1/2003 vp, s. 3).

⁶⁴³ Ks. U 79/2002 vp, s. 12.

⁶⁴⁴ Ks. SEC(2007) 1705, s. 58.

6 Ostotarjousten edistämisen jännitteiset punninnat

Tässä tutkimuksessa on tarkasteltu ostotarjousten edistämistä osakeomistuksen tasolla, kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden tasolla sekä osakeinstrumentin tasolla arvioimalla keinoja, jotka vaikuttavat kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaan ja sen asetelmaan. Seuraavassa kohdennutaan kyseisiltä tarkastelutasoilta ilmenneisiin keskeisimpiin havaintoihin kiteyttämällä kunkin tason ratkaisevat tekijät ostotarjousten toteutumiseksi. Kyse on siten ostotarjousten edistämisen kannalta merkittävimmän aktualisoituvan punninta-asetelman tunnistamisesta.

Tutkimuksen osakeomistuksen tarkastelutasolla stake building -poikkeuksen oikeutuksen argumentaatio nousi keskeiseksi. Merkityksellisyyttä liittyy myös rikosoikeussystemaattiseen arviointiin ja sen esille tuomiin haasteisiin. Stake building -poikkeuksen asemointi vastuuvapausperustekategorioista tunnusmerkistön mukaisuuden poissulkevaan perusteeseen etenkin normatiivisen tason konfliktit ja erilaiset neutraloitumisen tilanteet huomioiden loi vertailevan pohjan tutkimuksessa tehdyille stake building -poikkeuksen vastuuvapausperusteluonteen määrittämiselle. Tutkimuksessa myös lisättiin yksi sisäpiirintiedon käyttökiellon poikkeuksen peruste aikaisempaan jäsenyykseen. Tarkastelutasolla oleelliseksi ilmentyi stake building -poikkeuksen oikeutuksessa intressien dynamiikka asemoiden vastakkain ostotarjousmarkkinoiden ja arvopaperimarkkinoiden intressit. Tässä markkinatasoiseksi laajentuvassa asetelmassa ilmenikin kiteytyvän ostotarjousten edistämisen ratkaiseva punninta kaksien markkinoiden väliseksi arvottamiseksi, joka stake building -poikkeuksen sääntelystrategista kokonaisuutta kuvastaessaan nostaa huomionarvoiseksi myös fidusiaaristen hahmotusten sijaan luottamuksen painoarvon ja liputusnormituksen merkityksen.

Tutkimuksen kohdeyhtiön sisäisten relaatioiden tasossa käsittely rajattiin AML 11:14:ään. Etenkin pykälän säätämismuutoksiin asemoituvan tarkastelun esille tuomat lakisystemaattiset seikat osaltaan kuvastavat ostotarjousääntelyn potentiaalisia problematiikkoja. AML 11:14:n mukaisen siirtämisvelvoitteen aktualisoituessa asian siirtämättä jättämisen harkinta on hahmotettavissa siirtokynnyksenä, jonka arvioinnissa periaatteiden kokonaisuudessa painotettiin lojaliteettia ja yhdenvertaisuutta. Niitä koskevissa normituksissa huomionarvoista on sisällöllinen päällekkäisyys ja keskinäiset yhteydet, jotka välittyvät siirtokynnyksen harkintaan. AML 11:14:n voi myös perustellusti katsoa kilpistävän ostotarjousten edistämisen arvioinnissa keskeisimmäksi punninta-asetelmaksi juuri

siirtokynnyksen arvioinnin asettaen johdon lojaliteetin suhteessa osakkeenomistajien määräysvaltaan. Aktualisoituvien periaatteiden ohella kokonaisvaltaisesti ratkaisevaa on kuitenkin yhtiön sisäinen tilanteen saattaminen lopulta markkinoiden alaiseksi.

Tutkimuksen osakeinstrumentin tarkastelutasolla ostotarjousdirektiivin 11 artiklan läpimurtosäännöksen osalta painotettiin äänioikeusrajoitusten soveltumattomuuden tarkastelua. Arvioinnin esille tuomat temaattisesti hyvinkin erilaiset argumentit hajaannuttavat sääntelystrategista argumentaatiota, jossa huomionarvoista merkitystä on EU:n sisämarkkinaintresseillä. Tämä sai tutkimuksen osoittamaan tiettyä epävarmuutta määrittäessä keskeisintä argumenttia sääntelystrategian taustaperustasta. Argumentaation temaattinen laajuus ei tällöin myöskään perustele yksiselitteisen punninta-asetelman määrittämistä läpimurtosäännöksen ostotarjousten edistämiskeinon arvioinnissa. Aktualisoituneen perusoikeusarvioinnin myötä läpimurtosäännös konkreettisesti osoitti perusoikeuksien luomat rajoitteet ja siten ostotarjoussääntelyn kokonaisvaltaisessa oikeudellisessa harkinnassa huomioitavat punnintakriteerit. Tutkimukselle asetetun tarkastelukulman kannalta perusoikeusulottuvuuden voikin katsoa osoittavan juuri valtiosääntöoikeudellisen kontekstin sisältävän keskeisiä legitiimisyyskriteerejä ostotarjousten edistämisen normatiiviselle legitimaatiolle.

Edellä eriteltyjen tarkastelutasokohtaisten havaintojen myötä kiteytetään eri tasoilta ilmeneviä kokonaisvaltaisia havaintoja vielä keskeisiksi tutkimushavainnoiksi. Ensinnäkin voidaan vertailla tutkimuksen eri tarkastelutasoilla kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaan kohdentuvaa vaikutusta. Tällöin voidaan todeta, että pyrkimys *heikentää* kohdeyhtiössä vallitsevaa vahvaa määräysvalta-asetelmaa tarjouksentekijän positiota korostamalla yhdistää ostotarjousten edistämiskeinona stake building -poikkeusta ja läpimurtosäännöstä. Näihin nähden sen sijaan on huomattavan erilainen yhtiön sisäisten relaatioiden tasolla arvioitu AML 11:14:n siirtokynnys, jossa kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaa pyritään *turvaamaan* yhtiöjohdolta erityisesti sisällöllisin yhteyksin liitettyjen lojaliteettia ja yhdenvertaisuutta korostavilla periaatteilla.

Tarkastelutasojen huomionarvoisena yhtäläisyytenä on ostotarjousten edistämiskeinon oikeutuksen merkitys. Merkitykselliseksi nousi *määrittää* kohdeyhtiön osakkeenomistajien määräysvaltaan lopulta vaikuttavan keinon *oikeuttava peruste*, joka kussakin tasossa konstruoituu argumentoinnilla. Tämä tavoittaa niitä perustavanlaatuisia tutkimusintressejä, joita on määritetty etenkin tutkimuksen tarkastelukulmaan sisältyvän normatiivisen

legitimaation kautta. Yhtäläisyyttä tarkastelutasojen kesken ilmentää myös ostotarjousten edistämisen punninta-asetelman tyypillinen hahmotus: kyse on toimintavapauden ja toimintarajoitteiden välisestä punninnasta, jossa ostotarjousten toteutumista konkretisoi lopulta kohdeyhtiön johdon tai tarjouksentekijän toimintavapauden laajuus.⁶⁴⁵

Tarkastelutasoja liittää yhteen myös havainto siitä, että ostotarjousten edistämistrategiassa on huomattava muiden normien samanaikainen merkitys osana varsinaisen ostotarjousten edistämiskeinon arviointia. Yhdenmukaisuutta tasojen välillä ilmentää lisäksi sääntelystrategian kannalta merkityksellinen kysymys siitä, missä määrin päämääränä oleva ostotarjousten edistäminen arvioi oman tavoitteensa merkitystä. Tältä osin tutkimus toi esille, kuinka ostotarjousten edistämässä yhtiö- ja markkinatasolla ilmenevällä määräysvallan siirtymisellä ei vaikuta olevan itseisarvoisuutta yhtiöiden tai EU:n kannalta. Erityisesti on huomattava taustalla olevien EU:n sisämarkkinaintressien selkeästi omaleimaisen tematiikkansa vaikutus ostotarjoussääntelyssä. Kokoavasti tutkimus toikin esille ostotarjousten edistämistrategiassa argumenttien puhuvan pikemminkin ostotarjousten välineellisen merkityksen puolesta. Kyseisen välineellisen funktion voi perustellusti nähdä luovan ostotarjousten edistämisen lainsäädäntöstrategiaan moniulotteisuutta ja tällöin edelleen käytettävien keinojen määrittämiseen haasteellisuutta.

Lisäksi nimenomaan ostotarjousten funktioon liitettävä välineellisyys myös antaa vastauksen perustavanlaatuisen kysymyksen siitä, *tuleeko ostotarjouksia ylipäänsä edistää*. Tältä osin tutkimuksen esille tuomaan ostotarjousta koskevan uhan merkitykseen tukeutuen on katsottava, että kysymys ostotarjousten edistämisen perusteltavuudesta on samastettavissa kysymykseksi määräysvaltamarkkinauhan tehokkuuden tavoittelun puollettavuudesta. Tällöin tarkempi vastaus ostotarjousten edistämisen merkityksestä muotoutuu viime sijassa määräysvaltamarkkinoiden *arvottamista* koskevaksi kysymykseksi.⁶⁴⁶

Merkityksellisyyttä liittyy myös ehkäpä keskeisimpään kaikkia tutkimuksen tarkastelutasoja yhdistävään EU-oikeudellisuuteen ja etenkin sisämarkkinaintresseihin. Tutkimus onkin tuonut esille, että ostotarjoustilanteessa vastakkain eivät ole vain tarjouksentekijä ja

⁶⁴⁵ Vapauden ja rajoitteiden relaation voi hahmottaa yhtenä tämän tutkimuksen keskeisenä jännitteenä, joka kärjistyy selkeimmin tutkimuksen osakeomistuksen tasolla sen rikosoikeudessa olevan luonteenomaisen ilmentymisen vuoksi. Nimittäin esim. rikosoikeuteen liittyvien vapausoikeuksien ja kontrollipolitiikan välillä on jännite (Sevón 1994, s. 218). Toimintavapauden merkityksen voisi prima facie suhteuttaa ostotarjouskontekstissa tietynlaiseen *puuttumattomuusajatukseksi* hahmotettavaan *tehokkuusperiaatteeseen arvopaperimarkkinoilla* (Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 471).

⁶⁴⁶ Ks. Davies 1991, s. 262, ks. myös s. 253.

kohdeyhtiö, vaan mahdollisesti myös EU:n intressit yhtiöitä ja jäsenvaltioita kohtaan. Tämän *tiedostamisen* ja *ymmärtämisen* merkitys osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisesti hahmotettavassa ostotarjoustilanteessa on ehdottoman keskeistä.⁶⁴⁷ Ymmärrys osaltaan myös tuo kykyä hallita ostotarjousten konfliktinomaisuutta⁶⁴⁸, ja tässä hallintataidossa edesauttaa keskeisenä osatekijänä EU:n sääntelyintressien suhteuttaminen kuhunkin aikansa kontekstiin⁶⁴⁹. Tämän tutkimuksen keskeisin ydin on siten siinä, että kokonaisvaltaista ostotarjous sääntelyn ymmärrystä tarvitaan, jotta voidaan riittävällä herkkyydellä niin lainsäädäntö- kuin soveltamisvaiheessa tunnistaa ja punnita eri osapuolten intressejä ja optimoida⁶⁵⁰ kokonaisvaltaisesti perusteltu ostotarjous sääntelyn toiminta.⁶⁵¹ Tämä toteuttaisi kaikkien – myös ostotarjouskontekstissa olevan *yhtiön – etua*.

⁶⁴⁷ Ks. Heinilä 2005, s. 267, jossa tuodaan esille oikeudellisen ratkaisun yhtenä hahmotuksena *ymmärtämisprosessi*.

⁶⁴⁸ Ks. Parkkonen & Knuts 2014, s. 469.

⁶⁴⁹ Kontekstualisoitaessa oikeudellista kehitystä muun muassa oikeuden ja politiikan relaatio on läsnä (Kekkonen 2013, s. 9). EU-talousrikosoikeudessa juuri EU:n taloudellisen integraation merkitys on nostettu esille (Ks. Melander 2012, s. 513). Myös rikoslain kokonaisuudistukseen liittyi rikosoikeudellisen normiston sisällön arviointi kehittyneen oikeustajunnan suhteen (HE 66/1988 vp, s. 9).

⁶⁵⁰ Vastaavasti Knuts on tarkastellut sisäpiirisääntelyä markkinalähtöisellä tulkintatavalla juuri optimaalisen arvopaperimarkkinoiden toiminnan vuoksi (Knuts 2011, s. 21).

⁶⁵¹ Tältä osin on edelleen havainnollinen Raition vuoden 1997 EY-oikeuden artikkelissaan esille tuoma vektorimalli, jossa oikeusperiaatteiden merkitys oikeudellisessa arvioinnissa havainnollistuu arvoja ja intressejä hyödyntäväksi periaatteiden keskinäiseksi asemoinniksi, jossa arviointitulos voidaan hahmottaa summavektorina (Ks. Raitio 1997, s. 390).