

Jesse Collin

# OSAKE JA MODERNIT ARVOPAPERIMARKKINAT

**Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus  
pörssiyhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen  
ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta**

Yliopistollinen väitöskirja, joka Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi Porthanian Suomen Laki -salissa lauantaina 8.2.2020.

With an English Abstract

Copyright © 2020 Alma Talent Oy ja kirjoittaja  
Yhteistyössä Lakimiesliiton Kustannus

Kansi: Outi Pallari  
Taitto: Marja-Leena Saari

ISBN 978-952-14-3940-7  
ISBN 978-952-14-3941-4 (verkkokirja)

BALTO Print  
Liettua 2020

*Anna palautetta kirjasta: [kustannustoimitus@almatalent.fi](mailto:kustannustoimitus@almatalent.fi)*

*Tilaa kirja Alma Talent Shopista: [shop.almatalent.fi](http://shop.almatalent.fi)*

# Sisällys

<b>SISÄLLYS</b> .....	V
<b>ESIPUHE</b> .....	XI
<b>LYHENTEET</b> .....	XV
<b>ABSTRACT</b> .....	XIX
<b>I. JOHDANTO</b> .....	1
1 Tausta ja konteksti .....	1
2 Tutkimuskysymykset ja tutkimuksen teema .....	7
3 <b>Metodit</b> .....	10
3.1 Lainoppi .....	12
3.2 EU-oikeuden merkitys laintulkinnassa .....	15
3.3 Oikeustaloustieteen hyödyntäminen .....	18
3.4 Aineisto .....	22
4 <b>Tutkimuksen rakenne ja rajaukset</b> .....	24
4.1 Rajaukset .....	24
4.2 Tutkimuksen rakenne .....	25
5 <b>Arvopaperimarkkinaoikeuden erityispiirteet</b> .....	25
5.1 Arvopaperimarkkinalainsäädännön kehitys .....	28
5.2 Sääntelyarkkitehtuuri .....	31
<b>II. OSAKKEENOMISTAJAT YHTIÖOIKEUDELLISESSA DISKURSSISSA</b> ..	33
1 Johdanto .....	33
2 <b>Osakkeenomistajakeskeisen ajattelun kehittyminen</b> .....	35
2.1 Sidosryhmäkeskeisyys – Stakeholder primacy .....	40
3 <b>Osakkeenomistaja-aktivismi ja osakeomistuksen institutionalisoituminen</b> .....	42
3.1 Institutionaaliset sijoittajat: passiivisia vai aktiivisia toimijoita? .....	44

3.2	Aktivistiosakkeenomistajat . . . . .	46
3.3	Osakkeenomistaja-aktivismi: hyödyllistä vai vahingollista? . . . . .	48
<b>4</b>	<b>Muutos teoreettisessa viitekehyksessä: määräysvalta-</b> <b>markkinoista vaikutusvaltamarkkinoihin . . . . .</b>	<b>50</b>
4.1	Osakkeenomistajien oikeudet -muutosdirektiivi (SHRD II) ja osakeomistuksen institutionalisoituminen . . . . .	51
<b>5</b>	<b>Osakkeenomistajista sopimusverkkoteorian, päämies-agentti-</b> <b>suhteiden ja varallisuus oikeuksien teorian näkökulmasta . . . . .</b>	<b>54</b>
5.1	Osakkeenomistaja sopimuksenomaisten suhteiden verkossa . . . . .	54
5.2	Osakkeenomistajien ja johdon välinen päämies-agentti-suhde . . . . .	55
<b>6</b>	<b>Osakeoikeuksien perusta residuaalisessa osakkeenomistajassa –</b> <b>osakkeenomistajien aseman hahmottaminen yhtiön toiminnan</b> <b>tarkoituksen ja pääomarakenteen kautta . . . . .</b>	<b>59</b>
6.1	Residuaalinen osakkeenomistaja . . . . .	59
6.1.1	Sijoituksen riskisuhde . . . . .	61
6.1.2	Residuaaliasema päätöksenteon ohjaajana . . . . .	65
6.2	Osake voitontuottamistarkoituksen keskiössä . . . . .	67
6.2.1	Toiminnan tarkoituksen ja yhtiön edun välinen suhde . . . . .	69
6.2.2	Sidosryhmien intressien moninaisuus edellyttää yhtiön tarkoituksen kohdistamista voiton tuottamiseen osakkeelle . . . . .	70
6.3	Toiminnan tarkoituksen toteuttamisen aikajänne ja muiden sidosryhmien etujen huomioiminen . . . . .	72
6.3.1	Olisivatko yhtiön muut sidosryhmät osakkeenomistajia pitkäjänteisempiä? . . . . .	73
6.3.2	Osakeyhtiölaki edellyttää voiton tuottamista pitkällä tähtäyksellä . . . . .	76
<b>7</b>	<b>Osakkeen omistus . . . . .</b>	<b>80</b>
7.1	Osake oikeuksien ja velvollisuuksien summana . . . . .	82
7.1.1	Osakkeen tuottamat oikeudet . . . . .	84
7.1.2	Osakkeen tuottamat velvollisuudet . . . . .	88
7.1.3	Kohti osakkeenomistajien velvollisuuksia? – institutionaalisia sijoittajia ja omaisuudenhoitajia velvoittavat uudet transparenssi-vaatimukset . . . . .	91

7.1.4	Oikeuksien ja velvollisuuksien syntyminen ja lakkaaminen . . . . .	95
7.2	Osakkeen taloudellinen omistus . . . . .	97
8	<b>Yhteenveto</b> . . . . .	100
<b>III.</b>	<b>OSAKEOIKEUKSIEN PILKKOMINEN – EQUITY DECOUPLING</b> . . . .	103
1	<b>Johdanto</b> . . . . .	103
2	<b>Modernit rahoitusinstrumentit ja markkinakäytännöt</b> . . . . .	106
2.1	Arvopapereiden ja rahoitusvälineiden käsitteet . . . . .	106
2.1.1	Arvopaperi . . . . .	107
2.1.2	Rahoitusväline . . . . .	112
2.2	Osakelainaus ja lyhyeksimyyni . . . . .	113
2.2.1	Osakelainaus . . . . .	113
2.2.2	Lyhyeksimyyni . . . . .	118
2.2.3	Lyhyesti lyhyeksimyynnin kritiikki ja ongelma- kohdat sekä huomioita sen sääntelystä . . . . .	120
2.3	Johdannaiset . . . . .	122
2.3.1	Johdannaisten toteutustavat ja vakiointi . . . . .	124
2.3.2	Johdannaisten päätyypit . . . . .	127
2.3.2.1	Optiot . . . . .	127
2.3.2.2	Termiinit ja futuurit . . . . .	129
2.3.2.3	Vaihto- ja hinnanerosopimukset . . . . .	129
2.3.3	Johdannaisten perinteiset käyttötarkoitukset . . . . .	132
3	<b>Empty voting: negatiivinen riskin irrottaminen</b> . . . . .	134
3.1	Täsmäytyspäivän kaappaus . . . . .	134
3.1.1	Täsmäytyspäivän normipohja . . . . .	135
3.1.2	Osakelainaus ja lyhyeksimyyni . . . . .	138
3.1.3	Tapausesimerkkejä . . . . .	140
3.1.3.1	Laxey ja British Land . . . . .	140
3.1.3.2	Henderson Land . . . . .	141
3.1.3.3	Lindner . . . . .	142
3.1.3.4	Telus ja Mason . . . . .	143
3.1.4	Täsmäytyspäivän kaappaus: käytännön rajoitteita ja lainaksiantajan motiivit . . . . .	144
3.2	Empty voting ja johdannaiset . . . . .	148
4	<b>Hidden ownership: positiivinen riskin irrottaminen</b> . . . . .	150
4.1	Tapausesimerkki: Schaeffler vs. Continental . . . . .	153
4.2	Muita tapausesimerkkejä . . . . .	159
4.2.1	Porsche vs. Volkswagen . . . . .	159
4.2.2	Perry vs. Rubicon . . . . .	160
4.2.3	Muita tapauksia . . . . .	162

5	Ilmiön laajuus .....	164
6	Yhteenveto .....	167

#### **IV. OSAKEOMISTUKSEEN KOHDISTUVAT TIEDONANTO-**

	<b>VELVOLLISUUDET</b> .....	169
1	Johdanto .....	169
2	<b>Informaation sääntelyn merkitys: tiedonantovelvollisuuksilla taloudellista tehokkuutta ja sijoittajansuojaa.</b> .....	174
2.1	Informaatioepäsymmetria ja taloudellinen tehokkuus arvopaperimarkkinoilla .....	175
2.2	Tiedonantovelvollisuudet ja luottamus arvopaperimarkkinoihin. ....	176
2.3	Tiedonantovelvollisuuksien ja transaktiokustannusten välinen suhde. ....	177
2.4	Tiedonantovelvollisuudet informaatioepäsymmetrian tasoittajana .....	181
3	<b>Merkittävien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen</b> .....	185
3.1	Avoimuusdirektiivin tausta ja tarkoitus lyhyesti. ....	185
3.2	Uudistettu avoimuusdirektiivi .....	187
3.3	Huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittaminen .....	190
3.4	Synteettisten johdannaispositioiden liputtaminen .....	192
3.5	Osakkeenomistajien ja sijoittajien aikomusten ilmoittaminen .....	194
4	<b>Lyhyeksi myyntiasetus ja lyhyitä positioita koskevat tiedonantovelvollisuudet</b> .....	195
5	<b>Tiedonantovelvollisuudet ratkaisuna osakeoikeuksien pilkkomiseen</b> .....	199
5.1	Osakeoikeuksien pilkkominen markkinahäiriönä. ....	202
5.2	Mitä markkinoiden tulisi tietää? .....	205
6	Yhteenveto .....	209

#### **V. OSAKKEEN OMISTUS JA OSAKEOIKEUKSIEN PILKKOMINEN** ..... 211 |

1	Johdanto .....	211
2	<b>Osakkeen tuottamien oikeuksien ja velvollisuuksien määräytyminen</b> .....	212
2.1	Lähtökohtana osake ja ääni .....	212
2.1.1	Osake ja ääni -periaatteen taustalogiikka .....	214
2.1.2	Miksi poikkeamat osake ja ääni -periaatteesta tulisi sallia? .....	216

2.2	Määräysvallan keskittämismekanismit . . . . .	220
2.2.1	Yhtiön sisäiset määräysvallan keskittämis- mekanismit . . . . .	221
2.2.2	Yhtiön ulkopuoliset määräysvallan keskittämismekanismit . . . . .	224
2.2.3	Korostetusti yhtiön ulkopuoliset määräysvallan keskittämismekanismit . . . . .	226
2.2.4	Riskisuhteen muokkaaminen ja määräysvallan keskittäminen pääomajien rajanvedon näkökulmasta . . . . .	229
2.3	Osake transaktiokustannuksia vähentävänä institutionaalisen järjestelynä . . . . .	233
<b>3</b>	<b>Jakamaton osake . . . . .</b>	<b>238</b>
3.1	Osakkeen jakamattomuuden periaatteen sisältö . . . . .	239
3.1.1	Pilkkomiskielto . . . . .	240
3.1.2	Osakeoikeuksien erottamiskielto . . . . .	241
3.1.3	Osakeoikeuksien pilkkominen (equity decoupling) ja osakkeen jakamattomuuden periaate . . . . .	242
3.2	Jakamattomuusopin kritiikki – käytännöllisiä ja säätelyteknisiä näkökulmia . . . . .	244
3.3	Osakeoikeuksien pilkkominen ja jakamattomuusopista luopuminen: äänioikeuksien markkinat? . . . . .	247
3.3.1	Agentuurikustannuksia vähentävä vaikutus ja ratkaisu rationaaliseen apatiaan? . . . . .	247
3.3.2	Kohonneet agentuurikustannukset? . . . . .	251
3.3.3	Totuus ääripäiden välistä ja riittävät negatiiviset kannustimet osakkeenomistajien ja yhtiön suojaksi . . . . .	252
<b>4</b>	<b>Osakkeenomistajien vastuu osakeoikeuksien pilkkomisen kontekstissa . . . . .</b>	<b>253</b>
4.1	Äänioikeuden menettäminen ja osakeoikeuksien pilkkomisen kieltäminen . . . . .	254
4.2	Perinteiset osakkeenomistajien yhtiöoikeudelliset vastuumekanismit ja osakeoikeuksien pilkkominen . . .	260
4.3	Kohti osakkeenomistajien velvollisuuksia? – osakkeen- omistajien vastuun hahmottaminen fidusiaristen velvollisuuksien kautta . . . . .	266
4.3.1	Fidusiariset velvollisuudet ensisijaisesti johdon, ei osakkeenomistajien velvollisuuksina . . . . .	268

4.3.2	Osakkeenomistajien fidusiaariset velvollisuudet dynaamisen riskisuhteen vastapainona. . . . .	269
5	Yhteenveto . . . . .	271
<b>VI.</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET . . . . .</b>	<b>275</b>
	<b>LÄHTEET . . . . .</b>	<b>283</b>
	<b>ASIAHAKEMISTO . . . . .</b>	<b>303</b>