



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Ella Kyntäjä

Tiedonantovelvollisuuden merkitys listautumisprosessissa

Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus ja muu tiedottaminen

Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö
Talousoikeuden Pro gradu -tutkielma
Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2019

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen yksikkö****Tekijä:** Ella Kyntäjä**Tutkielman nimi:** Tiedonantovelvollisuuden merkitys listautumisprosessissa: Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus ja muu tiedottaminen**Tutkinto:** Kauppatieteen maisteri**Oppiaine:** Talousoikeus**Työn ohjaaja:** Vesa Annola**Valmistumisvuosi:** 2020 **Sivumäärä:** 81

TIIVISTELMÄ:

Tutkielman tarkoituksena on tutkia tiedonantovelvollisuuden merkitystä listautumisprosessissa. Tiedonantovelvollisuutta lähestytään listautuvan yhtiön sidosryhmien kautta, jotka hyödyntävät yhtiön julkaisemaa informaatiota eri tavoin. Listautuessaan yhtiö sitoutuu pörssin asettamiin sääntöihin ja arvopaperimarkkinalain edellytyksiin voidakseen toimia listattuna yhtiönä. Näistä edellytyksistä tiedonantovelvollisuus asettaa suurimmat vaatimukset listautuvalle yhtiölle. Tutkielmassa sidosryhmät on jaettu kolmeen osaan; valvontaviranomaisiin, sijoittajiin sekä analyytikoihin ja mediaan. Kullakin sidosryhmällä on erityinen rooli listautumisprosessissa ja sen aikana syntyvässä informaatiossa.

Tutkielmassa on tunnistettu tiedonantovelvollisuudelle kolme kriteeriä, joiden merkitys sidosryhmille painottuu eri tavoin. Nämä kriteerit ovat tiedon vaatimusten mukaisuus, tiedon laatu, sekä tiedon vertailukelpoisuus. Ensimmäinen kriteeri korostuu valvontaviranomaisten käsittelyssä, sillä heidän tehtävänsä on tarkastaa ja hyväksyä, että yhtiöllä on edellytykset tuottaa tiedonantovelvollisuuden vaatimaa informaatiota markkinoille ja toimia pörssi-yhtiönä. Sijoittajien näkökulmasta taas tärkeintä on tiedon laatu ja sisältö, sillä he tekevät sijoituspäätöksiä tiedon perusteella. Analyytikoiden ja median näkökulmasta taas tiedon vertailukelpoisuus on korostunut, sillä tuotettujen analyysien ja vertailujen tulisi noudattaa samoja vaatimuksia ja tarjota eri sijoituskohteiden keskinäistä vertailua. Kriteerit eivät ole toisiaan pois sulkevia tai ainoastaan merkityksellisiä kyseisille sidosryhmille, mutta tutkielmassa on pyritty löytämään kullekin sidosryhmälle kaikista merkityksellisimmät ominaisuudet.

Listautumisprosessissa listalleottoesite toimii tiedonantovelvollisuuden perustana. Esitteen avulla tarjotaan sidosryhmille tarvittavat tiedot yhtiöstä, sen liiketoiminnasta ja osakkeesta. Listautuessaan yhtiö julkaisee tavanomaisesti myös sijoittajille suunnattua markkinointimateriaalia, jonka tiedot perustuvat listalleottoesitteeseen. Listautuvan yhtiön kannattaa suhtautua tiedonantovelvollisuuteen vuorovaikutteisena työkaluna, ja pyrkiä rakentamaan tiedonantopolitiikka ja sijoittajaviestinnän periaatteet. Listautumisen yhteydessä perusteellisesti toteutettu tiedonantovelvollisuus luo pohjan pörssi-yhtiönä toimimiselle ja tulevalle tiedottamiselle. Hyvin tehty pohjatyö mahdollistaa tehokkaan informaation tuottamisen jatkossakin. Tiedonantovelvollisuuden avulla yhtiö voi tarkastella ja arvioida omaa toimintaansa sekä löytää mahdollisia kehityskohteita yhtiön liiketoiminnasta tai sisäisistä prosesseista. Tiedottaminen tarjoaa myös arvokkaan mahdollisuuden vuorovaikutteiseen kanssakäymiseen sidosryhmien ja erityisesti sijoittajien kanssa.

AVAINSANAT: tiedonantovelvollisuus, listautuminen, arvopaperimarkkinat, pörssi-yhtiö, sijoittajansuoja

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tiedonantovelvollisuuden rooli arvopaperimarkkinoilla ja listautumisprosessissa	6
1.2	Tutkielman tavoite	9
1.3	Tutkimusmetodi	12
1.4	Rakenne & lähteet	12
2	Tiedonantovelvollisuus listautumisprosessissa	15
2.1	Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus ja tiedottaminen	15
2.2	Säätely-ympäristö	19
2.3	Listautumisprosessi lyhyesti	22
2.3.1	Prosessin vaiheet	22
2.3.2	Valmistautuminen	25
2.3.3	Toimenpiteet ja muutokset listautumisedellytysten täyttämiseksi	26
2.3.4	Viimeistely	27
2.4	Yhtiön hyötynäkökulma	28
3	Tiedonantovelvollisuuden merkitys yhtiön sidosryhmille	31
3.1	Listautuvan yhtiön sidosryhmät	31
3.2	Valvontaviranomaiset	32
3.2.1	Finanssivalvonta & ESMA	32
3.2.2	Helsingin Pörssi	35
3.3	Sijoittajat	38
3.3.1	Sijoittajat ja AML:ssa määritelty tiedonantovelvollisuus	38
3.3.2	Sijoittajat ja markkinointimateriaali	41
3.4	Analyttikot ja media	43

4	Tiedonantovelvollisuuden elementit listautumisprosessissa	47
4.1	Valmistelevat toimenpiteet	47
4.1.1	Tilinpäätösinformaatio	47
4.1.2	IFRS-standardien noudattaminen taloudellisessa raportoinnissa	48
4.1.3	Listayhtiöiden hallinnointikoodi	50
4.2	Hakemus ja listalleottoesite	51
4.2.1	Velvollisuus julkaista esite	51
4.2.2	Esitteen sisältö	53
4.3	Listautumisen markkinointi	55
4.3.1	Markkinointimateriaali	55
4.3.2	Sijoitustarina & markkinointitapahtumat	56
5	Tiedonantovelvollisuuden merkitys listautuvalle yhtiölle	59
6	Johtopäätökset	63
6.1	Tiedonantovelvollisuuden monipuolinen merkitys	63
6.2	Valmistautuminen tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen pörssiyhtiönä	69
	Lähteet	74

Kuviot

Kuvio 1. Listautumisprosessi.

24

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
CG	Corporate Governance
ESG	Environmental, Social & Governance
ESMA	The European Securities and Markets Authority
EU	Euroopan Unioni
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	Laki Finanssivalvonnasta 878/2008
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
KPL	Kirjanpitolaki 1336/1997
LKR	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) 596/2014
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
PMU	Pääomamarkkinaunioni
SipaL	Sijoituspalvelulaki 747/2012
TTL	Tilintarkastuslaki 1141/2015

1 Johdanto

1.1 Tiedonantovelvollisuuden rooli arvopaperimarkkinoilla ja listautumisprosessissa

Arvopaperimarkkinoilla on tärkeä rooli yhteiskunnan pääomien liikkuvuudessa. Yritykset voivat hakea rahoitusta toimintaansa ja sijoittajat etsiä tuottoisia sijoituskohteita pääomilleen. Arvopaperimarkkinat tuovat yhteen rahoitusta tarvitsevan yrityksen ja sijoittajan, ja ohjaavat näin yhteiskunnan varoja säästöistä sijoituksiin. Jotta markkinat ovat toimivat, kaikkien osapuolten on voitava luottaa niiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Nämä molemmat ominaisuudet kuuluvat yleisiin arvopaperimarkkinaoikeudellisiin periaatteisiin. Puolueettomuudella tarkoitetaan kaikkien yhtäläistä pääsyä markkinoille ja mahdollisuutta hyödyntää arvopapereita ja liikkeeseenlaskijoita koskevaa informaatiota päätöksissään. Markkinoiden tehokkuudella puolestaan viitataan informaation suoraan heijastumiseen arvopapereiden hintoihin. Esimerkiksi relevantti tieto yhtiön valmistelemasta liiketoimesta voi vaikuttaa osakkeen arvoon sitä laskevasti tai nostavasti. Markkinoiden eri osapuolilla on oltava saatavillaan oikeaa ja riittävää informaatiota arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijoista voidakseen tehdä päätöksiä. Ilman tarvittavaa informaatiota varat voivat ohjautua vähemmän tuottaviin kohteisiin ja heikentää sijoittajien kiinnostusta markkinoihin.¹

Suomessa pörssiyritysten osakkeilla käydään kauppaa Helsingin Pörssissä. Pörssi on määritellyt säännöissään, että se on puolueeton ja riippumaton markkinapaikka. Säännöissä mainitaan tehokkaiden markkinoiden peruseriaatteeksi se, että kaikilla markkinoilla toimivilla osapuolilla on hyödynnettävissään riittävästi ja samanaikaisesti tietoa, jonka perusteella he voivat tehdä päätöksiä, jotka edelleen vaikuttavat arvopaperin hinnanmuodostumiseen.² Listautumisprosessin myötä yhtiön toiminta tulee enemmän yleisön nähtävälle, ja sen kautta yhtiö voi saada arvokasta tunnettavuutta. Tästä voi olla konkreettista hyötyä tulevaisuudessa yhtiön rahoituksen

¹ Huovinen 2004: 3-4

² Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 9

hankkimisessa ja suhteissa yhteistyökumppaneiden kanssa. Listautuessaan pörssiin yhtiö voi saada muitakin etuja, joita listaamattomana yhtiönä sen olisi vaikeampi saavuttaa. Näihin etuihin sisältyvät esimerkiksi kasvu, pääomarakenteen joustavuus, rahoituksen saatavuus ja sen alhaisempi hinta, sekä yhtiön ja osakkeen julkinen arvonmääritys.³ Listautuminen tuo mukanaan kuitenkin rahallisten kustannusten lisäksi vaatimuksia yhtiön tiedottamiseen suunnatuille resursseille, sillä listatun yhtiön tulee kyetä noudattamaan tiedonantovelvollisuuden vaatimuksia.⁴ Pörssiyhtiön edut saadaksesen yhtiö joutuu samalla sitoutumaan Helsingin Pörssin sääntöihin ja siltä vaadittavien velvollisuuksien täyttämiseen. Näistä velvollisuuksista juuri tiedonantovelvollisuus aiheuttaa monesti raskaimmat hallinnolliset muutokset yhtiön toimintaan listautumisprosessissa.

Arvopapereiden kaupankäynnissä informaatio on tärkeässä roolissa sekä primääri- että sekundäärimarkkinoilla. Näitä voidaan kutsua myös ensi- ja jälkimarkkinoiksi. Ensiksi mainituilla yritys tarjoaa arvopapereitaan sijoittajille osakeannissa ja sijoittajien maksamat osakkeiden merkintähinnat siirtyvät yrityksen varoiksi. Jälkimarkkinoilla taas sijoittajat myyvät arvopapereitaan eteenpäin toisille sijoittajille arvopaperivälittäjän kautta.⁵ Tällöin kauppa tehdään käypään hintaan, eli markkinoilla määriteltyyn hintaan. Molemmissa edellä mainituissa markkinatyypeissä luotettava ja oikea-aikainen informaatio ovat elintärkeitä markkinoiden toimivuuden ja hinnan muodostumisen kannalta. Toimivat jälkimarkkinat takaavat toimivat ensimarkkinat, sillä sijoittajat haluavat todennäköisesti merkitä listautuvan yhtiön osakkeita vain, jos niillä on mahdollista käydä kauppaa myöhemminkin.⁶ Tässä tutkielmassa huomio kiinnittyy listautumisprosessin myötä nimenomaan ensimarkkinoihin.

Tiedonantovelvollisuudella pyritään siis turvaamaan edellä mainittua luottamusta markkinoihin ja niiden tehokkuutta. Tiedonantovelvollisuus on yksi AML:n keskeisimpiä teemoja. Siihen liittyvää ohjeistusta löytyy myös Finanssivalvonnan ohjeista sekä

³ Pörssisäätiö 2016: 5

⁴ Korkeamäki & Koskinen 2009: 9-12

⁵ Martikainen & Vaihekoski 2015: 14

⁶ Huovinen 2004: 14

Helsingin Pörssin virallisista säännöistä. AML pyrkii turvaamaan sitä, että kaikilla olisi käytettävissään yhtäläiset mahdollisuudet hyödyntää tietoa arvopaperista ja sen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Mikäli jollakulla olisi hallussaan tietoa, jota muilla osapuolilla ei ole, luottamus markkinoihin voi horjua ja rahoituksen hinta saattaa nousta.⁷ Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteena listautumisprosessissa on siis turvata se, että sijoittajilla on käytössään tarpeeksi tietoa sijoituspäätöksen tekemiseksi. Käytännössä siis tavoitellaan sitä, että sijoittaja saa tarvitsemansa tiedon listautuvasta yhtiöstä ja sen tarjoamasta arvopaperista eli osakkeesta. Näin sijoittajan pitäisi pystyä tekemään mahdollisimman järkevä sijoituspäätös suhteutettuna omaan sijoitusstrategiaansa ja omiin tavoitteisiinsa. Laissa säädetty tiedonantovelvollisuus on keino hallita informaation epäsymmetriaa arvopaperimarkkinoilla, jotta arvopapereiden hinnanmuodostus tapahtuisi optimaalisesti. Epäsymmetrialla viitataan informaation epätasaiseen jakautumiseen markkinoiden osapuolten kesken. Listautuvalla yhtiöllä on luonnollisesti enemmän tietoa sen tilanteesta ja tulevaisuuden näkymistä kuin sijoittajalla, ja tätä epäsuhtaa pyritään tasapainottamaan tiedonantovelvollisuuden kautta.⁸

Listautumiset Helsingin Pörssiin ovat pysyneet 2000-luvulla melko vähäisinä verrattuna esimerkiksi Tukholman Pörssiin. Vuosituhannen vaihteen teknologiabuumin jälkeen suomalaisten pörssiin listautuvien yhtiöiden vuosittainen määrä on ollut laskussa ja pysynyt vain muutaman listautujan vuositasolla pitkään. Vuosina 2015-2018 Helsingin Pörssin listautujamäärä nousi jälleen hieman.⁹ Helsingin Pörssistä on myös viimeisten vuosien aikana poistunut useita yhtiöitä yrityskauppojen ja muiden yhtiömuutosten seurauksena. Suomalaisten pörssiyhtiöiden kiinnostus listautua muiden maiden pörssihin on myös pysynyt kohtalaisen matalana.¹⁰ Globaali finanssikriisi ja talouden taantuma vuoden 2008 jälkeen todennäköisesti vaikuttivat yritysten listautumishalukkuuteen, mutta 2010-luvulla Helsingin Pörssiin listautuneiden yhtiöiden määrä on lähtenyt varovaiseen nousuun.¹¹ Yksi syy listautumishalukkuuden laskuun voi

⁷ Immonen & Nuolimaa 2017: 61

⁸ Parkkonen & Knuts 2014: 144

⁹ Pörssisäätiön arkisto 2019

¹⁰ Virtanen 2010: 80-81

¹¹ Martikainen & Vaihekoski 2015: 30-31

olla prosessin monimutkaisuus ja monitasoinen sääntely. Kyseessä on erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille suhteellisesti raskaampi ja hintavampi prosessi verrattuna suuriin toimijoihin. Siksi viimeaikaisilla lakiuudistuksilla on pyritty keventämään listautumisesta syntyvää hallinnollista ja taloudellista taakkaa joka pieniin ja keskisuuriin yrityksiin kohdistuu suhteellisesti voimakkaammin kuin isompiin yrityksiin.¹² Myös uudet rahoitusmuodot, esimerkiksi joukkorahoitus, ovat osaltaan voineet heikentää listautumishalukkuutta tarjotessaan vaihtoehdon perinteisen pörssin kautta hankittavan rahoituksen rinnalle. Tosin joukkorahoitusta voi myös ajatella eräänlaisena ensiaskeleena kohti listautumista, joten nämä rahoitusvaihtoehdot eivät sulje toisiaan pois. Joukkorahoitus on kuitenkin varteenotettava rahoitusvaihtoehto erityisesti pienemmille yrityksille verrattuna listautumiseen.¹³ Koska kannustaminen listautumiseen näkyy myös lainsäädännön muutosten taustalla, on listautuminen aiheena ajankohtainen. Monivaiheinen prosessi kaipaa selkeytystä ja tutkimusta, joiden avulla voidaan edistää yhtiöiden motivaatiota hakeutua pörssilistalle. Myös listautuvan yhtiön näkökulmasta on tarpeen ymmärtää tiedonantovelvollisuuden monialainen merkitys markkinoilla toimiville sidosryhmille ja sitä kautta listautuvalle yhtiölle itselleen, jotta yhtiö voi tuottaa vaadittua informaatiota mahdollisimman tehokkaasti.

1.2 Tutkielman tavoite

Tämän tutkielman tavoitteena on tutkia tiedonantovelvollisuutta listautumisprosessissa sekä sen merkitystä listautuvan yhtiön sidosryhmille. Tavoitteena on tunnistaa, millainen rooli listautuvan yhtiön tuottamalla informaatiolla on eri näkökulmista. Varsinaisen AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi käsitellään myös muuta listautumisessa säännönmukaista tapahtuvaa tiedottamista. Muuhun tiedottamiseen lukeutuu tässä tutkielmassa markkinointimateriaali ja muu sijoittajille suunnattu informaatio, joka on listautumisprosessissa laadittu yleensä lain mukaisen tiedonantovelvollisuuden rinnalle. Nämä muut tiedottamisen elementit ovat listautumisprosessissa erityisesti sijoittajien kannalta keskeisessä roolissa, joten on

¹² HE 111/2018 vp: 4

¹³ Invesdor.com 2020, Mitä on joukkorahoitus

tarpeen ottaa ne huomioon. Nämä pakollisen sääntelyn ulkopuoliset markkinointimateriaalit on tarpeen huomioida myös siksi, jotta listautumisprosessin tiedottamisesta saadaan monipuolinen kokonaisuus ja kaikki yleisesti käytössä olevat tiedottamistavat tulee huomioitua. Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten tiedonantovelvollisuus konkreettisesti näkyy listautumisprosessissa ja mitä yhtiön on tehtävä täyttääkseen sen vaatimukset voidakseen tulla julkisesti noteeratuksi yhtiöksi. Käytännössä listautuva yhtiö toteuttaa myös muutakin viestintää kuin pelkästään laissa säädetyt tiedonantovelvollisuuden mukaiset julkaisut. Näihin muihin elementteihin sisältyvät esimerkiksi markkinointiesite ja sijoitustarina.

Tiedonantovelvollisuus on yksi suurimmista eroista julkisesti noteeratun ja noteeraamattoman yhtiön toiminnan sääntelyssä. Listautuvan yhtiön tulee pystyä noudattamaan tiedonantovelvollisuutta jo listautumisprosessin aikana ennen kuin yhtiön osakkeita on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinapaikalla. Pörssin sääntöjen mukaan yhtiö rinnastetaan pörssiyhtiöön heti kun listalleottohakemus on jätetty.¹⁴ Siksi yhtiön täytyy pystyä tuottamaan vaadittua informaatiota jo ennen kuin sen osakkeiden noteeraus pörssissä alkaa. Siten tutkielman tavoitteena on selvittää, miksi ja miten tiedonantovelvollisuus on listautumisprosessissa niin suurella roolilla ja mikä on sen merkitys yhtiön sidosryhmille. Tarkastelun kohteena on yhtiön listautumisprosessi Helsingin Pörssin päälistalle sekä tiedonantovelvollisuuden säädökset laissa ja itsesääntelyn kautta luoduissa normistoissa. Tutkielmassa selvitetään, millaisena tiedonantovelvollisuus ja listautuvan yhtiön tuottama informaatio näyttää eri sidosryhmille ja miten kukin ryhmä hyödyntää tätä informaatiota omiin tarpeisiinsa. Samalla pyritään myös tunnistamaan informaation erityispiirteitä kunkin sidosryhmän näkökulmasta.

Sidosryhmät on jaoteltu tutkielmassa kolmeen osaan sen mukaan, miten ne hyödyntävät yhtiön julkaisemaa informaatiota. Ensimmäiseen ryhmään kuuluvat tiedonantovelvollisuutta valvovat tahot, jotka seuraavat markkinoita ja kaupankäyntiä ja varmistavat, että yhtiöt toimivat sääntöjen mukaan. Tärkeimpinä toimijoina Helsingin

¹⁴ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 12

Pörssi ja Finanssivalvonta kuuluvat ensimmäiseen sidosryhmään. Toisessa ryhmässä ovat sijoittajat, jotka harkitsevat listautuvan yhtiön osakkeen merkitsemistä. Eli ne tahot, jotka tekevät sijoituspäätöksiä yhtiön julkaiseman tiedon perusteella. Kolmanteen sidosryhmään kuuluvat analyytikot, sekä media ja mahdolliset muut toimijat, jotka muokkaavat listautuvan yhtiön julkaisemaa informaatiota muiden sidosryhmien hyödynnettäväksi. Kullakin sidosryhmällä on omanlainen lähestymistapansa listautuvaan yhtiöön ja sen julkaisemaan informaatioon. Tutkielmassa pyritään siis tunnistamaan tiedonantovelvollisuuden erityispiirteet kunkin sidosryhmän näkökulmasta, ja pohtimaan sitä, kuinka listautuva yhtiö voi vastata mahdollisimman hyvin näihin tarpeisiin julkaisemansa informaation avulla.

Tutkielmassa pyritään löytämään vastauksia kysymyksen siitä, miksi ja miten tiedonantovelvollisuus on listautumisprosessissa ja kaikkien pörssi-yhtiöön kohdistuvien velvollisuuksien joukossa niin suuressa roolissa. Sen sijaan, että tiedonantovelvollisuutta käsiteltäisiin vain pakollisina vaatimuksina, jotka yhtiön tulee täyttää, tässä tutkielmassa halutaan tuoda esille myös hyötynäkökulmaa. Listautuvan yhtiön on tärkeää tiedostaa, mikä tiedonantovelvollisuuden merkitys on yhtiön sidosryhmille ja markkinoiden toimijoille, jotta se pystyy tuottamaan vaadittua informaatiota mahdollisimman tehokkaasti ja tarkoituksenmukaisesti. Tiedonantovelvollisuus voidaan helposti nähdä vain tiukasti säädettyinä velvollisuutena, mutta tässä tutkielmassa pyrkimyksenä on tuoda esille myös sen luomia mahdollisuuksia ja sen noudattamisesta saatavia hyötyjä. Mahdollisimman tehokkaalla ja laadukkaalla informaatiolla yhtiö pystyy palvelemaan paitsi sidosryhmiään, myös mahdollisesti tarkastelemaan ja arvioimaan omaa liiketoimintaansa. Siksi tavoitteena on tutkielman lopussa pohtia myös sitä, mitä tiedonantovelvollisuus merkitsee itse listautuvalle yhtiölle ja kuinka se voi pyrkiä hyödyntämään sen asettamia vaatimuksia mahdollisimman tehokkaasti. Tässä tutkielmassa tiedonantovelvollisuus pyritään näkemään enemminkin vuorovaikutteisena työkaluna yhtiön ja sen sidosryhmien välillä kuin pelkästään laissa säädeltyinä velvollisuutena.

1.3 Tutkimusmetodi

Tutkielma on lainopillinen, eli tutkimuksen kohteena on voimassa oleva oikeus ja lainsäädäntö. Lainopillisen tutkimuksen kohteena ovat normit, eli tässä tutkielmassa erityisesti AML ja sen oikeudenalaan kuuluva itsesääntely. Lainopin kaksi perinteistä tutkimustehtävää ovat voimassa olevan oikeuden tulkinta ja systematisointi. Tässä tutkielmassa näitä tehtäviä toteutetaan tulkitsemalla voimassa olevaa tiedonantovelvollisuuden sääntelyä sekä sen toteutumista käytännössä. Näin havaittuja tutkimustuloksia pyritään systematisoimaan yhtenäiseksi kokonaisuudeksi, joka tarjoaisi kattavan vastauksen siihen, kuinka tiedonantovelvollisuus ilmenee listautumisprosessissa.¹⁵ Tutkielmassa pyritään siis selvittämään voimassa oleva tiedonantovelvollisuuden sääntely, ja sen avulla tulkitsemaan tiedonantovelvollisuuden konkretisoitumista listautumisprosessissa ja sen merkitystä eri sidosryhmien näkökulmasta. Tulkinnan seurauksena pyritään ennakoivasti tunnistamaan mahdollisuuksia tehokkaan tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen listautuvan yhtiön näkökulmasta.

1.4 Rakenne & lähteet

Tässä tutkielman ensimmäisessä pääluvussa perustellaan tiedonantovelvollisuuden taustaa arvopaperimarkkinoilla ja sen tärkeää roolia listautumisprosessissa. Ensimmäisessä kappaleessa tarkennetaan myös tutkimuksen asettelu ja tutkimusmetodi. Tässä alaluvussa käydään läpi tutkielman rakenne ja hyödynnetty lähdemateriaali.

Toinen pääluku käsittelee tiedonantovelvollisuuden konkreettisia elementtejä listautumisprosessissa. Luvussa käydään lyhyesti läpi listautumisprosessin kulku vaiheittain ja selvennetään, miten tiedonantovelvollisuus kehittyy läpi prosessin. Listautumisprosessin kulun suurpiirteinen ymmärtäminen helpottaa tiedonantovelvollisuuden elementtien tutkimista myöhemmin tutkielman aikana. Lisäksi

¹⁵ Hirvonen 2011: 21-22

toisessa pääluvussa alustetaan yhtiön hyötynäkökulmaa, jonka avulla pyritään löytämään tiedonantovelvollisuudesta myös listautuvaa yhtiötä hyödyttäviä ominaisuuksia. Tiedonantovelvollisuuden merkityksestä itse listautuvalle yhtiölle on tarkempaa käsittelyä myöhemmin viidennessä luvussa. Kolmas pääluku käsittelee tiedonantovelvollisuuden merkitystä eri sidosryhmien näkökulmasta. Kullakin sidosryhmällä on oma alalukunsa. Pyrkimyksenä on erotella tiedonantovelvollisuudesta ja listautuvan yhtiön tiedottamisesta sellaisia ominaisuuksia, joiden tärkeys korostuu eri sidosryhmien käsittelyssä. Luvun tavoitteena on tunnistaa tiedon erilainen rooli ja merkitys sidosryhmille.

Neljännessä luvussa käsitellään tiedonantovelvollisuuden konkretisoitumista listautumisprosessissa, ja jäsenetään vaatimuksia, joihin listautuvan yhtiön tulee kyetä vastaamaan. Luku on jaettu alalukuihin, jotka noudattavat karkeasti toisessa pääluvussa käsiteltyä listautumisprosessin kulkua ja vaiheita. Kullekin tiedonantovelvollisuuden elementille on oma alalukunsa, jotta niitä voidaan käsitellä omina pienempinä kokonaisuuksinaan. Tässä pääluvussa käsitellään myös omana kappaleenaan listautumisen markkinointia, johon sisältyy sellainen muu tiedottaminen, jota ei ole säädetty pakolliseksi AML:ssa.

Viidennessä luvussa tiedonantovelvollisuutta lähestytään listautuvan yhtiön näkökulmasta. Luvussa tarkastellaan tiedonantovelvollisuutta samoin kuin aiemmin muiden sidosryhmien näkökulmasta, mutta tarkastelukohteena onkin listautuva yhtiö itse. Listautuva yhtiö ei ole ainoastaan informaation tuottaja, vaan tiedottamisesta ja tiedottamisprosessien rakentamisesta voi olla hyötyä myös yhtiölle itselleen. Listautuvan yhtiön tulee kuitenkin tiedostaa tiedonantovelvollisuuden täyttämistä syntyvät mahdolliset positiiviset vaikutukset yhtiölle, ja pyrkiä toimimaan tehokkaasti ne saavuttaakseen. Viidennessä luvussa pohditaan hieman myös sitä, kuinka yhtiö voi vastata tiedonantovelvollisuuden vaatimuksiin.

Kuudes luku sisältää tutkielman johtopäätöksiä. Lukuun on koottu yhteenvedon lailla tiedonantovelvollisuuden ja tiedottamisen erilainen merkitys eri sidosryhmille. Tiedonantovelvollisuudelle on tunnistettu kolme yleistä kriteeriä, joiden merkitys

painottuu eri tavoin eri sidosryhmien käsittelyssä. Johtopäätöksissä on laadittu myös toimintaohjeita ja suosituksia listautuvalle yhtiölle, joiden tavoitteena on tukea tiedonantovelvollisuuden tehokasta toteuttamista ja näin positiivisten hyötyjen saavuttamista. Lopuksi pohditaan vielä yhtiön valmistautumista tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen pörssiyhtiönä, ja mahdollisia tulevaisuuden muutoksia tiedonantovelvollisuuden saralla.

Koska tiedonantovelvollisuudesta on säädetty laissa, tutkielman lähteinä on käytetty voimassa olevaa lainsäädäntöä, sekä kansallista että EU-tason sääntelyä. Suurimmassa roolissa on kansallinen AML, mutta yhtiöön kohdistuvista velvollisuuksista ja esimerkiksi taloudellisen raportointiin ja kirjanpitoon liittyvää sääntelyä löytyy myös OYL:sta ja KPL:sta. On tarpeen muistaa, että AML:n on tehty muutoksia sen harmonisoimiseksi EU:n lainsäädännön kanssa. Eli kansallinen laki perustuu osittain kansainväliseen sääntelyyn. Lisäksi on hyödynnetty lakien esitöitä, erityisesti hallituksen esityksiä, sekä viranomaisten julkaisuja ja ohjeistuksia. Viranomaisten ohjeita on löydettävissä melko paljon, johtuen listautumisprosessin monimutkaisesta sääntelystä. Erityisesti Pörssin sääntöjä ja Finanssivalvonnan ohjeita on hyödynnetty lähteinä, sillä ne toimivat konkreettisina toimintaohjeina myös listautuville yhtiöille. Lisäksi Pörssisäätiön julkaisuja on hyödynnetty tutkielman lähdeaineistona. Edellä mainittujen lähteiden lisäksi tutkielman tekemiseksi on pyritty hyödyntämään mahdollisimman monipuolisesti talousoikeudellisia julkaisuja, artikkeleita ja kirjoja.

2 Tiedonantovelvollisuus listautumisprosessissa

2.1 Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus ja tiedottaminen

Yhtiöt voidaan jakaa listattuihin ja listaamattomiin yhtiöihin. Listattujen yhtiöiden osakkeilla käydään kauppaa säännellyllä markkinalla, tässä tapauksessa Helsingin Pörssissä. Listautuessaan pörssiin yhtiö tavoittelee esimerkiksi tavanomaisesti kasvua, rahoitusta, osakkeen likvidiyyttä, joustavampaa pääomarakennetta ja yhtiön julkista arvonmäärittystä.¹⁶ Yksi suurimmista muutoksista yhtiöön kohdistuvassa sääntelyssä sen listautuessa pörssiin on juuri tiedonantovelvollisuus. Pystyäkseen toimimaan pörssiyhtiönä, on pystyttävä täyttämään lainsäädännössä sille asetetut vaatimukset. Ennen kuin pörssi katsoo, että yhtiö pystyy täyttämään vaatimukset, sen listalleottohakemusta ei hyväksytä. Samoin jo listattujen pörssiyhtiöiden toimintaa valvotaan Finanssivalvonnan ja Helsingin Pörssin toimesta, ja mahdollisista tiedonantovelvollisuuden rikkomuksista voi aiheutua seuraamuksia. Mikäli yhtiöllä on vaikeuksia vaadittujen velvollisuuksien täyttämässä, se voidaan siirtää pörssin tarkkailulistalle. Jo pelkkä listalle joutuminen voi horjuttaa sijoittajien ja muiden sidosryhmien luottamusta yhtiön toimintaan ja viestiä yhtiön vaikeuksista täyttää pörssilistalle ottamisen edellytyksiä.¹⁷

Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 1:4. Sen mukaan taho, joka hakee arvopapereiden hakemista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinapaikalla, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tiedot niistä seikoista, jotka voivat vaikuttaa olennaisesti arvopaperin arvoon. Säännöksen mukaan riittävät tiedot on pidettävä sijoittajien saatavilla tasapuolisesti. AML 1:3 kielletään myös totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antaminen. Tiedonantovelvollisuus kuuluu siis AML:n yleisiin säännöksiin, ja on yksi arvopaperimarkkinaoikeudellisista peruseriaatteista.¹⁸

¹⁶ Pörssisäätiö 2016: 5

¹⁷ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 23-24

¹⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 53-59

Nykyisen AML:n kolmas osio keskittyy kokonaan tiedonantovelvollisuuteen. Laissa tiedonantovelvollisuus on jaettu kahteen osaan; jatkuvaan ja säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus käsittää tasaisin väliajoin julkaistavan taloudellisen informaation. Siihen sisältyvät muun muassa tilinpäätös ja toimintakertomus, tilintarkastuskertomus, osavuosikatsaus ja mahdollinen tuloskatsaus. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus kohdistuu siis yhtiön kassavirtaan ja taloudellisiin lukuihin. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden elementit ovat vahvasti esillä listautuvalta yhtiöltä vaadittavassa taloudellisessa raportoinnissa.¹⁹ Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tehtävänä on turvata sijoittajien yhtäläinen mahdollisuus arvopaperin arvoon vaikuttavan informaation saamiseen. Tämä edistää arvopaperin hinnan muodostumista ja sijoittajien luottamusta markkinoihin. Yhtiö, joka tuottaa luotettavaa ja totuudenmukaista tietoa toiminnastaan markkinoille, luultavasti näyttää sijoittajien silmissä kiinnostavalta ja luotettavalta sijoituskohteelta. Myös osakkeiden likvidiys säilyy parempana, mikäli jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta noudatetaan.²⁰ Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluu siis tiedottaminen kaikista oleellisista seikoista, jotka voivat vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostukseen markkinoilla. Yleensä jatkuva tiedonantovelvollisuus konkretisoituu erilaisten pörssitiedotteiden muodossa, esimerkiksi tulosvaroituksena.²¹ Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella on olennainen rooli yhtiön arvonmäärityksessä sen kohdistuessa yhtiön taloudelliseen tilanteeseen ja tuloksen muodostumiseen. Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus kuitenkin täydentävät toisiaan, ja pörssiyhtiön tulee kyetä toteuttamaan molempia siitä hetkestä lähtien, kun se on jättänyt listalleottohakemuksensa pörssille.²² Listautumisen yhteydessä julkaistavaan tietoon syvennyttään tarkemmin neljännessä pääluvussa.

Kun yhtiö listautuu pörssiin ja tarjoaa osakkeitaan sijoittajien merkittäväksi, sijoittajat tekevät sijoituspäätöksen liikkeeseenlaskijan antaman tiedon perusteella. Listautumisprosessissa julkaistava tieto siis vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoon, eli

¹⁹ Hirvonen ym. 2003: 134-135

²⁰ Häyrynen & Virtanen 2007: 2

²¹ Parkkonen & Knuts 2014: 143-144

²² Huovinen 2005

siihen päättääkö sijoittaja merkitä yhtiön osaketta vai ei. Näin tiedonantovelvollisuuden tavoite turvata kaikille markkinoiden osapuolille tasapuolisesti riittävä ja oikea tieto ilmenee myös listautumisprosessin sääntelyssä.²³ Pörssin sääntöjen ensimmäisessä luvussa on ohjeistusta tiedonantovelvollisuuden täyttämistä. Sääntöjen mukaan paikkansapitämättömien tai harhaanjohtavien tietojen antaminen on kielletty. Samassa alaluvussa on säädetty myös tällaisten tietojen oikaisuvelvollisuudesta, mikäli väärää tietoa on jostain syystä julkaistu. Lisäksi säännöissä mainitaan, että liikkeeseenlaskijan on jatkuvasti pidettävä sijoittajien saatavilla ne tiedot, jotka voivat vaikuttaa arvopaperin arvonmuodostumiseen. Yhtiön on siis kyettävä vastaamaan tiedonantovelvollisuuden vaatimukseen tasaisesti listautumisprosessin jälkeenkin. Edellytykset tälle tiedottamiselle luodaan listautumisen yhteydessä, mutta niiden toteuttaminen jatkuu prosessin jälkeenkin.²⁴

Vuonna 2013 voimaan astuneen, uudistetun AML tavoitteena on turvata ja edistää sijoittajansuojaa sekä markkinoiden luotettavuutta.²⁵ Markkinoiden puolueettomuuden ja tehokkuuden toteutumiseksi on säädetty tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla. Sääntelyllä on pyritty takaamaan se, että kaikilla markkinoiden osapuolilla on käytössään tasapuolisesti tarvittavat tiedot arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta.²⁶ Sääntelyn avulla turvataan sijoittajien luottamusta markkinoiden toimivuuteen ja pyritään ennaltaehkäisemään markkinoiden väärinkäyttöä. Yhtiön laskiessa liikkeelle arvopapereita pyritään tiedonantovelvollisuudella varmistamaan, että sijoittajilla on käytössään ne tiedot, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon ja sen muodostumiseen. Tietojen avulla sijoittajien pitää pystyä arvioimaan yhtiön taloudellista tilannetta ja tulevaisuudennäkymiä, jotka ovat omiaan vaikuttamaan sijoituspäätöksen syntyyn.²⁷

Listautumisprosessissa liikkeeseenlaskija tarjoaa osakkeitaan yleensä ensimmäistä kertaa kaupankäynnin kohteeksi pörssissä. Siksi tietojen riittävyys ja oikeellisuus on

²³ Huovinen 2004: 7

²⁴ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 10

²⁵ HE 32/2012: 63

²⁶ Häyrynen & Kajala 2013: 159

²⁷ Valtiovarainministeriön nettisivut 2020, *Pääomamarkkinat*

erityisen tärkeää. Tilanteeseen löytyy toki muutamia poikkeuksia; jos yhtiö on joskus aiemmin ollut listattuna pörssiin mutta poistunut kertaalleen julkisilta arvopaperimarkkinoilta, tai jos yhtiön osakkeet ovat olleet listattuna pörssin kevyempien vaatimusten First North -listalle. Tämän ns. kasvulista jätetään tässä tutkielmassa kuitenkin tarkastelun ulkopuolelle, ja keskitytään listautumisprosessiin Helsingin pörssin päälistalle. Tiedonantovelvollisuuden merkittävä rooli kuitenkin säilyy riippumatta siitä, onko yhtiö sijoittajille entuudestaan tuttu vai ei. Jotta sijoittajat voivat kiinnostua listautuvasta yhtiöstä ja sen osakkeista, on tärkeää, että heillä on hyödynnettävissään oikeat ja riittävät tiedot. Lisäksi tietojen on oltava vertailukelpoisia eri liikkeeseenlaskijoiden ja arvopapereiden välillä. Jos tiedot eivät ole tasavertaisia eivätkä sijoittajat pysty vertailemaan vaikkapa kahden eri liikkeeseenlaskijan tilinpäätöksiä keskenään, kilpailu rahoituksesta voi vääristyä eikä päätöksenteko tapahdu arvopaperiin tai liikkeeseenlaskijaan perustuvien ominaisuuksien perusteella.²⁸ Ensimmäisillä markkinoilla tiedonantovelvollisuus on siis omiaan vaikuttamaan sijoituspäätöksen syntyyn ja yhtiön rahoituksen saantiin. Jälkimarkkinoilla taas informaatio vaikuttaa osakkeen arvonmuodostumiseen ja kaupankäyntihintaan.²⁹ Koska tutkielmassa on tarkoitus tutkia tiedonantovelvollisuutta nimenomaan listautumisprosessissa, suuntautuu huomio ensimmäisiin markkinoihin. On tärkeää kuitenkin ymmärtää, että ensi- ja jälkimarkkinat eivät ole toisistaan täysin erillisiä kokonaisuuksia, vaan ovat jatkuvassa vuorovaikutuksessa keskenään.

Yksi onnistuneen listautumisen edellytyksistä on se, että yhtiö pystyy täyttämään pörssiyhtiöltä vaadittavan tiedonantovelvollisuuden listautumisprosessin aikana. Listautumisprosessissa ikään kuin luodaan edellytykset ja resurssit tuottaa vaadittua informaatiota pörssiyhtiönä varsinaisen listautumisannin jälkeenkin. Toisin sanoen listautuvan yhtiön täytyy pystyä antamaan markkinoille luotettavaa ja totuudenmukaista tietoa oikea-aikaisesti. Pörssisäätiön oppaan mukaan tähän edellytykseen sisältyy muun muassa internet-sivujen ylläpito, joiden kautta yhtiö voi toteuttaa

²⁸ Norros 2009: 96

²⁹ Martikainen & Vaihekoski 2015: 14

tiedonantovelvollisuuttaan. Yhtiön on laadittava myös tiedonantopolitiikka, jonka avulla se pystyy seuraamaan ja toteuttamaan tiedonantovelvollisuutta sidosryhmilleen.³⁰

2.2 Sääntely-ympäristö

Ensimmäinen AML tuli voimaan 1989, ja jo silloin lain tavoitteena oli turvata arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset ja sijoittajien luottamus tehokkaaseen kaupankäyntiin. Vuonna 2007 käynnistettiin AML:n kokonaisuudistus, ja uudistettu laki astui voimaan tammikuussa 2013. Uudistuksella haluttiin muokata lakia vastaamaan paremmin markkinoilla tapahtuneita muutoksia ja rahoitusmarkkinoiden kansainvälistymistä. Tavoitteena oli luoda sellainen laki, joka mahdollistaisi muutosten tekemisen myös tulevaisuudessa joustavasti. Samalla vanhat säännökset jaettiin useampaan suppeampaan lakiin, jotka vastaisivat oman erityisen aihepiirinsä EU-sääntelyä. Näin syntyivät muun muassa Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä, Laki arvo-osuusjärjestelmästä ja Sijoituspalvelulaki. Uudistuksen yhteydessä arvopaperimarkkinoiden kolme yleistä periaatetta saivat vahvan aseman; kielto käyttää hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisia ja sopimattomia menettelyjä, kielto antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla. Tiedonantovelvollisuus näkyy siis AML:ssa yhtenä tärkeimmistä teemoista.³¹ Uuden AML:n tavoitteiksi mainittiin lainsäädännön toimivuus ja selkeys. Uudistuksessa pyrittiin johdonmukaistamaan kansallista sääntelyä suhteessa EU-tason sääntelyyn ja samalla alentamaan listautumisprosessista yhtiöille koituvia kustannuksia. Yhtenä tavoitteena oli edistää suomalaisten yhtiöiden listautumishalukkuutta. Lakiuudistuksilla pyrittiin alentamaan kynnystä listautua pörssiin, sekä keventämään prosessin hallinnollista työmäärää erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten näkökulmasta.³²

³⁰ Pörssisäätiö 2016: 9

³¹ Häyrynen & Kajala 2013: 17-20

³² HE 32/2012

Euroopan Unioni on nostanut yhdeksi tavoitteeseen luoda Pääomamarkkinaunionin (PMU), jonka pyrkimyksenä on mahdollistaa yhtenäiset EU:n jäsenmaiden pääomamarkkinat. EU-tason tavoitteet on huomioitu myös kansallisessa sääntelyssä, ja siksi arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tärkeimmäksi tavoitteeksi on nostettu nimenomaan pääomamarkkinoiden tehokas toiminta. PMU-tavoitteella halutaan helpottaa rajat ylittävien sijoitusten ja investointien tekemistä sekä mahdollistaa rahoituksen hakeminen kansainvälisesti. Tavoitteen toteutukseen kuuluu erilaisten EU-tason direktiivien ja asetusten laatiminen, joilla pyritään vähentämään rahoituksen hankkimisesta johtuvia kustannuksia ja tarjoamaan uusia rahoitusmahdollisuuksia erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille. Yksi tavoitetta toteuttavista viimeaikaisista sääntelyuudistuksista on esiteasetus, joka voimaantullessaan 2019 uudisti listautumisesitteen julkaisuvelvollisuutta. Samalla käyttöön otettiin ns. europassi, joka mahdollistaa yhtiöille yhden esitteen käyttämistä useilla eri markkinoilla.³³ EU-tason tavoitteet ulottuvat jo vuoden 1999 rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaan, jossa ensimmäisen kerran otettiin pyrkimykseksi luoda yhtenäiset unionin sisäiset rahoitusmarkkinat. Tällöin tavoitteeksi nostettiin myös tilinpäätösinformaation vertailukelpoisuus. Mikäli pääomamarkkinat ja rahoitusmahdollisuudet halutaan rajat ylittäviksi, myös yritysten julkaiseman informaation täytyy olla yhtenäisten kriteerien mukaista.³⁴ Yksi kansainvälisistä arvopaperimarkkinoiden säädöksistä on EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR). Sen tavoitteena on varmistaa sijoittajansuojan säilyminen sekä turvata luottamusta rahoitusmarkkinoihin. MAR sisältää muun muassa sääntelyä sisäpiiritiedosta ja sen julkaisemisesta. Asetus koskee kaikkia pörssiyhtiöitä, joten myös listautuvan yhtiön tulee huomioida sen vaatimukset toiminnassaan.³⁵

AML on tärkein laki arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä, mutta sen kokonaisuudistuksessa syntyi muutamia uusia, suppeampia lakeja vastaamaan finanssialan erityisosa-alueita. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä, Sijoituspalvelulaki sekä Finanssivalvonnasta annettu laki kokivat uudistuksen vielä kertaalleen 2017, kun niitä muutettiin Rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin

³³ Euroopan neuvosto 2020

³⁴ Häyrynen & Kajala 2013: 20-23

³⁵ Finanssivalvonta 2018, Markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR)

täytäntöönpanolla. Direktiivi sisältää suoraan sovellettavaa sääntelyä rahoitusmarkkinoiden toiminnasta. Ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista käydä läpi direktiivin sisältöä tarkemmin tässä tutkielmassa. Lakiuudistuksista on tarpeen tutkielman aiheen kannalta ymmärtää se, että muuttuneen arvopaperimarkkinoiden sääntelyn taustalla ovat viimeaikaiset kansainväliset muutokset sekä pyrkimys arvopaperimarkkinoiden sääntelyn harmonisointiin EU-tasolla sekä rahoitusmarkkinoiden kansainvälistämiseen. Rahoitusmarkkinoiden rooli pääomien liikkuvuuden alustana on korostunut entisestään pörssikaupankäynnin ja rahoituksen kansainvälistyessä. Siksi myös pörssiyhtiöiden sääntely on kansainvälistynyt ja on entistä enemmän arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa EU-tasoista sekä harmonisoitua kansallista sääntelyä.³⁶

AML:n lisäksi pörssiyhtiöiden toimintaan liittyviä säännöksiä löytyy muistakin kansallisista laeista. OYL sisältää säännöksiä muun muassa pörssiyhtiöiden yhtiökokouksista ja muista yleisistä julkiseen osakeyhtiöön liittyvistä seikoista. Lisäksi IFRS-standardien noudattamisesta säädetään KPL:ssa ja listatun yhtiön tilintarkastuksesta TTL:ssa.³⁷ Lakien lisäksi AML:n soveltamisalalle on luotu itsesääntelyä. Näihin ohjeisiin kuuluvat muun muassa Pörssin säännöt, First North-listaan kohdistuvat monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän säännöt, listayhtiöiden hallinnointikoodi sekä pörssin sisäpiiriohje. Listautuessaan yhtiöt sitoutuvat noudattamaan pörssin sääntöjä.³⁸ Nämä säännöt perustaa on LKR:ssä, jonka mukaan pörssin on laadittava ja pidettävä säännellyn markkinapaikan säännöt yleisön saatavilla. Valtiovarainministeriö vahvistaa Helsingin Pörssin laatimat säännöt, ja ne ovat kaikkien saatavilla Nasdaq Helsingin eli pörssin kotisivuilla. Koska Helsingin Pörssi on osa pohjoismaista Nasdaq-konsernia, on sen listautumisvaatimukset harmonisoitu muiden pohjoismaiden pörssien sääntöjen kanssa.³⁹

³⁶ HE 151/2017

³⁷ Häyrynen & Kajala 2013: 21

³⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 20

³⁹ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 2

Finanssivalvonta on laatinut myös ohjeistusta listautumisen suorittamiseen ja pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen. Finanssivalvonnalla on nimensä mukaisesti valvontatehtävä, joka sille on säädetty Laissa Finanssivalvonnasta. Organisaatio toimii Suomen Pankin alaisuudessa.⁴⁰ Finanssivalvontaa ja sen suhdetta tiedonantovelvollisuuteen käsitellään tarkemmin kolmannessa luvussa. Valtiovarainministeriö on myös antanut asetuksena liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Siinä säädetään tarkemmin osavuositarkastuksen, tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja tilinpäätöstiedotteen sisällöstä ja julkaisemisesta.⁴¹

Lainsäädännön osalta listautuvan yhtiön tulee siis huomioida sääntelyn monialaisuus ja laaja perusta. Kuten tähän kappaleeseen koottujen oikeuslähteiden määrästä voi huomata, arvopaperimarkkinoiden sääntelykehikko on monitasoinen ja koostuu useasta eri laista ja itsesääntelynormistosta. Tiedonantovelvollisuuden ehdottomasti tärkein sääntely löytyy kuitenkin AML:sta, ja sitä täydentävät erilaiset asetukset ja itsesääntelyn kautta luodut ohjeistukset. AML ohella Helsingin Pörssin säännöt ovat erittäin tärkeä ohjeistus listautuvalle yhtiölle. Myös Finanssivalvonnan ohjeistuksille ja käytännön ohjaukselle listautumisprosessissa täytyy antaa painoarvoa.

2.3 Listautumisprosessi lyhyesti

2.3.1 Prosessin vaiheet

Listautumisen ja tiedonantovelvollisuuden hahmottamiseksi on tarpeen käydä lyhyesti läpi listautumisprosessin vaiheet. Tässä alaluvussa listautuminen on jaettu kolmeen vaiheeseen. Tiedonantovelvollisuus kulkee mukana läpi prosessin, mutta ilmenee eri vaiheissa hieman eri tavalla. Prosessin selkeyttämiseksi on laadittu taulukko, jossa on tiivistetysti esitetty listautumisen eri vaiheet ja tiedonantovelvollisuuden ilmentyminen niissä. Kuvio perustuu Pörssisäätiön julkaisemaan Listautumisprosessi-aikajanaan, mutta

⁴⁰ Ks. FivaL 878/2008

⁴¹ Ks. Valtiovarainministeriö 1020/2012

sitä on muokattu sopimaan paremmin tämän tutkielman tarpeisiin.⁴² Olennaista on ymmärtää, miten prosessi etenee ja missä vaiheessa painottuu mikäkin tiedonantovelvollisuuden osa-alue. Prosessi on jokaisen listautuvan yhtiön kohdalla omanlaisensa, mutta rakenne ja pääpiirteet voidaan ajatella yleisellä tasolla yhteneväiseksi.

Kaavion ensimmäiseen osa on nimetty valmistautumisvaiheeksi, ja siihen sisältyvät toimenpiteet liittyvät listautumisen suunnitteluun ja listautumisedellytysten kartoittamiseen. Prosessin alkumetreillä on tarpeen nimetä sen tavoitteet ja listautuvan yhtiön tarpeet. Jo listautumisen alkuvaiheessa aloitetaan myös muutokset IFRS-standardien noudattamiseen sekä mahdollisiin hallinnon muutoksiin liittyen, sillä nämä vievät tavanomaisesti eniten aikaa. Valmisteluvaihetta seuraava toimenpidevaihe keskittyy konkreettisemmin tiedonantovelvollisuuden aiheuttamiin muutoksiin ja julkaisuihin. Tässä vaiheessa yhtiölle tehdään yleensä Due diligence -tarkastus, aloitetaan esitteen valmistelu sekä sijoittajaviestintään ja markkinointiin valmistautuminen. Samalla kokoustetaan Finanssivalvonnan kanssa ja tehdään lopullisia suunnitelmia listautumisen aikataulusta ja sen suorittamisesta. Viimeistelyvaiheessa yhtiö on jo varmistanut, että se pystyy täyttämään listalleottamisen edellytykset, ja se keskittyy esitteen ja markkinointimateriaalin viimeistelyyn sekä kirjalliseen listalleottohakemukseen. Myös yhtiön esittely pörssin listautumiskomitealle kuuluu viimeistelyvaiheeseen. Lopulta tulee hetki, jolloin yhtiö jättää kirjallisen hakemuksen pörssille ja tiedonantovelvollisuus alkaa. Kun hakemus on hyväksytty, esite julkaistaan ja annin markkinointi alkaa.

⁴² Pörssisäätiö 2016: 10-11

1. VALMISTAUTUMINEN

- Tavoitteet & tarpeet
- Neuvonantaja & pääjärjestäjä
- Listautumisvalmiuden kartoitus, mitä muutoksia tarvitaan
- Valmistautuminen IFRS-standardien soveltamiseen
- Onko yhtiön hallinto valmis listautumiseen?

2. TOIMENPITEET

- Listautumisedellytysten läpikäynti ja tarvittavat muutokset
- Due diligence
- Kokoukset Fivan kanssa
- Esitteen valmistelu
- Taloudellinen raportointi
- Sijoittajaviestinnän valmistelu
- Tiivis yhteydenpito Pörssiin

3. VIIMEISTELY

- Esitteen viimeistely & hyväksyttäminen Fivalla
- Listautumiskomitean esittely
- Hakemuksen jättäminen
- Tiedote listautumisesta & annin ehdoista
- Esitteen julkaisu
- Markkinointi
- Sijoittajien ja analyytikoiden tapaaminen

Kuvio 1. Listautumisprosessi

2.3.2 Valmistautuminen

Kun yhtiö on tehnyt päätöksen listautumisesta ja varmistanut, sillä on mahdollisuudet täyttää yleiset listalle ottamisen edellytykset, alkavat varsinaiset listautumisjärjestelyt. Ensiksi yhtiön tulee tarkistaa, että yleiset edellytykset, esimerkiksi yhtiömuotoon ja osakkeeseen liittyvät vaatimukset tulevat täytetyiksi. Yleisiin listautumisedellytyksiin kuuluu muun muassa osakkeiden vapaan luovutettavuus sekä julkinen osakeyhtiömuoto.⁴³ Vaatimukset on listattu kattavasti Pörssin säännöissä. Tässä tutkielmassa ei kuitenkaan syvennyttä listautumisen yleisiin edellytyksiin, vaan keskitytään niihin ainoastaan tiedonantovelvollisuuden osalta.

Yhtiön hallitus valitsee listautumisprosessiin avuksi pääjärjestäjän, joka hoitaa käytännössä osakeannin järjestämisen. Pääjärjestäjä on tyypillisesti investointipankki. Pääjärjestäjän lisäksi mukana on yleensä erilaisia neuvonantajia, esimerkiksi oikeudellinen ja taloudellinen neuvonantaja. Pääjärjestäjä ja neuvonantajat avustavat yhtiötä listautumisen yhteydessä vaadittavan tiedonantovelvollisuuden täyttämässä, mutta loppukädessä vastuu tiedoista on yhtiöllä itsellään.⁴⁴ Listautumispäätöksen synnyttyä yhtiön tulee myös aloittaa tarvittavien muutosten tekeminen taloudelliseen raportointiin ja tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen. Joissain tapauksissa listautuva yhtiö on saattanut jo valmiiksi noudattaa IFRS-standardien mukaista kirjanpitoa, mutta viimeistään tässä vaiheessa siihen on siirryttävä täysipainoisesti. Pörssiyhtiön tulee pystyä julkaisemaan vaaditut taloudelliset raportit kvartaaleittain ja vuosittain, sekä laatia tiedonantopolitiikka ja periaatteet pörssitiedotteiden laatimiseen. Nämä vaatimukset voivat vaatia panostuksia ja muutoksia yhtiön viestintään ja sisäisiin järjestelyihin. Koska muutokset IFRS-standardeihin siirtymiseen voivat viedä aikaa, valmistautuminen on hyvä aloittaa jo prosessin alkuvaiheessa.⁴⁵

⁴³ Pörssisäätiö 2016: 9

⁴⁴ Sillanpää 2007: 2-3

⁴⁵ Pörssisäätiö 2016: 17-18

2.3.3 Toimenpiteet ja muutokset listautumisedellytysten täyttämiseksi

Listautumisprosessissa yhtiöstä tehdään due diligence-selvitys, jossa pyritään selvittämään laadullisten edellytysten täyttyminen, jotta yhtiö voi listautua onnistuneesti ja toimia tulevaisuudessa pörssiyhtiönä. Tehty selvitys tulee myös dokumentoida. Due diligence voidaan jakaa kolmeen osaan; IPO due diligence, taloudellinen due diligence ja oikeudellinen due diligence. Ensiksi mainitussa selvitetään juuri yhtiön laadulliset omaisuudet listayhtiönä toimimiseen. Taloudellisessa selvityksessä käsitellään yhtiön rahoitusta, tuloksenmuodostuskykyä ja taloudellista tilannetta ylipäättään. Oikeudellinen selvitys kohdistuu yhtiön oikeudellisiin velvoitteisiin, sitoumuksiin ja muihin juridisiin seikkoihin, jotka voivat vaikuttaa liiketoimintaan.⁴⁶ Selvityksissä tulee varmistaa, että yhtiöllä on toiminnalliset ja rakenteelliset edellytykset pörssiyhtiönä toimimiseen. Listautumisen pääjärjestäjän tulee osaltaan huolehtia siitä, että yhtiö tosiasiaassa täyttää listalleottamisen edellytykset. Näistä edellytyksistä yksi oleellisimmista, ja Finanssivalvonnan ohjeistuksessakin erikseen korostettu, on tiedonantovelvollisuus. Ohjeen mukaan näihin edellytyksiin sisältyy myös muassa taloudellisen raportoinnin luotettavuuden ja laadun varmistaminen ja tiedonantovelvollisuuden huomioiminen yhtiön sisäisessä toiminnassa.⁴⁷

Listautuvan yhtiön tulee myös noudattaa Corporate Governance -hallintotapaa ja arvopaperimarkkinayhdistyksen hyväksymää Listayhtiöiden Hallinnointikoodia. Corporate Governance on säännöstö, jossa määritellään osakeyhtiön tehtäviä ja vastuita yhtiön sidosryhmien välillä. Näihin sidosryhmiin kuuluvat omistajat, yhtiön johto ja velkojat. Sen noudattaminen on määritelty AML:ssa, mutta Corporate Governanceen liittyviä säännöksiä löytyy muistakin laeista.⁴⁸ Listayhtiöiden Hallinnointikoodi on Arvopaperimarkkinayhdistyksen hyväksymä Corporate Governance -ohje, joka sitoo yhdistyksen jäseniä. AML 11:28 mukaan pörssiyhtiön on kuuluttava riippumattomaan, elinkeinoelämää laajasti edustavaan toimielimeen. Arvopaperimarkkinayhdistys on tällainen elin. Hallinnointikoodi on nimenomaan pörssiyhtiöille laadittu ohjeistus hyvän

⁴⁶ Espinasse 2011: 84

⁴⁷ Finanssivalvonta, Listautuminen 2020

⁴⁸ Mähönen & Villa 2019: 1,

hallintotavan mukaisen hallinnon järjestämisestä. Ohjeistus täydentää lainsäädännön asettamia vaatimuksia. Pörssin sääntöjenkin mukaan listautuvan yhtiön tulee sitoutua noudattamaan hallinnointikoodia.⁴⁹

2.3.4 Viimeistely

Helsingin Pörssissä toimii listauskomitea, joka tekee päätökset osakkeiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi pörssilistalle. Komitea toimii Pörssin hallituksen laatiman työjärjestyksen mukaisesti, ja jäseniksi valitaan kuusi elinkeinoelämän ja arvopaperimarkkinoiden asiantuntijaa aina kolmeksi vuodeksi kerrallaan. Listauskomitea raportoi toimistaan Pörssin hallitukselle.⁵⁰ Listautuva yhtiö kokousta komitean kanssa kahdesti. Ensimmäisessä vaiheessa komitea käy läpi yhtiöesittelyn kokouksessa, jossa käsitellään yleisesti listautuvaa yhtiötä ja sen liiketoimintaa. Samassa yhteydessä käydään läpi myös listalleottamisen edellytykset ja selvitetään, kuinka hyvin yhtiö täyttää kyseiset kriteerit. Esittely tapahtuu yleensä pari kuukautta ennen kirjallisen hakemuksen jättämistä. Kun yhtiö jättää hakemuksen, sen on viipymättä julkistettava tieto tästä. Mikäli yhtiö itse ei julkista tietoa, on Pörssin julkistettava se viipymättä, kun hakemus on vastaanotettu. Hakemuksen tarkka sisältö on määritelty Pörssin säännöissä. Sen yhteyteen tulee liittää Finanssivalvonnan hyväksymä listalleottoesite. Toisessa vaiheessa komitea käy läpi varsinaisen kirjallisen listalleottohakemuksen. Kirjallisessa hakemuksessa yhtiö perustelee vielä listalleottamisen edellytysten täyttymisen sekä antaa tarkat tiedot suunnitellusta listautumisesta, ja hakemuksen jättämisen ajankohdasta eteenpäin yhtiötä kohdellaan kuten jo listattuja yhtiöitä. Molemmissa kokouksissa komitea voi antaa kommentteja tai esittää kysymyksiä yhtiön materiaaleista ja hakemuksesta, joiden perusteella niihin voidaan vielä tehdä muutoksia ja parannuksia. Kun hakemus hyväksytään, laaditaan pörssitiedote listautumisesta sekä julkaistaan listalleottoesite. Samalla julkistetaan osakeannin tiedot ja ehdot, sekä aletaan markkinoida listautumista sijoittajille. Merkintäajan puitteissa sijoittajat tutustuvat yhtiöön ja halutessaan merkitsevät yhtiön osakkeita annin ehtojen mukaisesti ja

⁴⁹ Häyrynen & Kajala 2013: 384, Mähönen & Villa 2019: 107-109

⁵⁰ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 30-31

etukäteen määriteltyyn hintaan. Lopuksi listautuvan yhtiön hallitus tekee viimeisen päätöksen listautumisesta, sijoittajien merkitsemät osakkeet merkitään heidän omistuksiinsa ja osakkeiden kaupankäynti pörssissä alkaa.⁵¹

2.4 Yhtiön hyötynäkökulma

Onnistuneen listautumisen tuloksena on yhtiön osakkeen listaaminen Helsingin Pörssiin ja sen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi. Tähän päästäkseen yhtiön tulee kyetä täyttämään sille asetetut vaatimukset ja tuottamaan sijoittajien tarvitsemat tiedot. Yksi suoranainen hyöty tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta on siis listautumisprosessin tavoitteen saavuttaminen ja toimiminen pörssiyhtiönä. Totuudenmukaisen tiedon myötä yhtiön osakkeelle muodostuu myöhemmin totuudenmukainen hinta ja sen osake on likvidi kaupankäyntiväline pörssissä. Mikäli hinnanmuodostus perustuu virheellisiin tai harhaanjohtaviin tietoihin, sijoittajien kiinnostus todennäköisesti laskee. Teoreettisesti sijoittajien oletetaan pyrkivän voiton maksimointiin. Eli sijoittamaan varansa kohteisiin, joiden tuotto-oletus vastaa niiden riskiä. Käytännössä listautumisprosessissa järkevä sijoittaja osallistuisi sellaisen yhtiön listautumisasiin, jonka tuloksenkykyyn ja arvonnousuun hän uskoo. Sijoituspäätöksensä järkevä sijoittaja perustaa yhtiön julkaisemaan informaatioon.⁵² Näin tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta on siis itsestään selvää hyötyä listautumisprosessissa. Ilman sitä listautumista pörssiin ei voi suorittaa onnistuneesti.

Tiedonantovelvollisuudella turvataan sijoittajien luottamusta arvopaperiin ja hinnanmuodostukseen markkinoilla. Pörssiyhtiö on velvollinen tiedottamaan toiminnastaan huomattavasti enemmän ja yksityiskohtaisemmin verrattuna listaamattomaan yhtiöön. Samalla listautuminen tuo mukanaan hyötyjä, joita ovat muun muassa tunnettavuuden lisääminen, yhtiön ja osakkeen julkinen arvonnäkyvyys, osakkeen likvidiys ja rahoituksen kustannusten aleneminen.⁵³ Nämä edut voidaan

⁵¹ Pörssisäätiö 2016: 11-12

⁵² Salo & Oksaharju 2019:419-420, 430

⁵³ Pörssisäätiö 2016: 5

ajatella eräänlaisena vaihtokauppana tiedonantovelvollisuuden ja muiden pörssiyhtiön toimintaan kohdistuvien vaatimusten kanssa. Tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen tarjoaa kuitenkin samalla myös mahdollisuuden panostaa sijoittajaviestintään ja auttaa yhtiötä luomaan haluamaansa mielikuvaa sijoituskohteena. Viestinnän avulla yhtiö voi toteuttaa strategiaansa ja luoda vuorovaikutteisen työkalun. Listautuvan tai jo pörssiyhtiönä toimivan yhtiön tehokas ja toimiva tiedottaminen on keino hankkia sijoittajien luottamusta. Siksi yhtiön itsensä voidaan ajatella hyötyvän myös tiedonantovelvollisuuden tehokkaasta toteuttamisesta. Avainsanoja tiedottamisessa ovat luottamus ja avoimuus. Näitä noudattamalla yhtiö voi näyttäytyä houkuttelevana sijoituskohteena ja saada uusia sijoittajia.⁵⁴ Onnistuneen tiedottamisen yksi välittömistä hyödyistä on positiivinen julkisuus ja mielikuva yhtiöstä. Sijoittajien on helppo kiinnostua yhtiöstä, jonka viestintä ja tiedottaminen on selkeää ja tehokasta. Oikeiden tietojen julkistaminen edesauttaa mielenkiinnon syntymistä ja kasvamista sijoittajien keskuudessa.⁵⁵

Varsinaisen tiedonantovelvollisuuden mukaisen informaation lisäksi listautuvan yhtiö julkaisee tavanomaisesti markkinointimateriaalia listautumisannin yhteydessä. Tätä materiaalia ei tule sekoittaa AML:n mukaiseen tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen, vaikka ne saattavat osittain sisältää samoja tietoja. Markkinoinnin tavoitteena on nimensä mukaisesti markkinoida yhtiötä ja listautumisantia sijoittajille ja luoda kysyntää.⁵⁶ Markkinointi voidaan ajatella varsinaisen tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen tueksi ja täydentämään sitä. Listautuvan yhtiön olisi tärkeää panostaa näihin molempiin, jotta se saavuttaa tavoitteensa listautumisprosessissa.

Tässä tutkielmassa pyritään huomioimaan tiedonantovelvollisuutta myös listautuvan yhtiön näkökulmasta siten, että sen intressit ja edut tulisivat myös huomioitua. Vaikka tiedonantovelvollisuus on edellä mainitun mukaisesti säädetty lähtökohtaisesti sijoittajien suojaksi, se voi tarjota mahdollisuuksia kehittää ja tarkastella yhtiön toimintaa. Onnistunut tiedonantovelvollisuuden täyttäminen on myös avain

⁵⁴ Virtanen 2010: 106-108

⁵⁵ Pörssisäätiö 2016: 34

⁵⁶ Pörssisäätiö 2016: 27

onnistuneeseen listautumiseen. On kaikkien sidosryhmien edun mukaista, että listautuva yhtiö pyrkii täyttämään tiedonantovelvollisuuden mahdollisimman kustannustehokkaasti ja kaikkia osapuolia hyödyntävästi. Koska tiedonantovelvollisuus on täytettävä joka tapauksessa, kannattaa yhtiön suhtautua siihen vakavasti ja pyrkiä hyödyntämään sitä mahdollisimman tehokkaasti. Listautuva yhtiö voi halutessaan tarkastella tiedonantovelvollisuutta myös työkaluna ja kriittisenä tarkasteluvälineenä. Tiedonantovelvollisuus tarjoaa yhtiölle mahdollisuuden sisäiseen itsearviointiin, jossa yhtiö voi tarkastella systemaattisesti omaa toimintaansa ja sen hetkistä tilannettaan. Itsearviointi voi auttaa tunnistamaan yhtiön vahvuuksia ja mahdollisia parantamisen ja kehittämisen osa-alueita. Tätä kautta tiedonantovelvollisuus voi toimia apuvälineenä toiminnan kehittämisessä.⁵⁷ Siksi tutkielmassa tiedonantovelvollisuutta peilataan sekä sidosryhmien että itse listautuvan yhtiön näkökulmasta, ja pyritään löytämään keinoja sen toteuttamiseen niin, että se palvelisi kaikkia osapuolia mahdollisimman tehokkaasti.

⁵⁷ Salminen 2005: 108

3 Tiedonantovelvollisuuden merkitys yhtiön sidosryhmille

3.1 Listautuvan yhtiön sidosryhmät

Tutkielmassa on jaettu listautuvan yhtiön sidosryhmät kolmeen osaan sen mukaan, miten ne tosiasiallisesti vastaanottavat ja hyödyntävät yhtiön tuottamaa informaatiota. Ensimmäiseen sidosryhmään kuuluvat valvontaviranomaiset. Pörssiin listautuvia yhtiöitä valvotaan sekä Helsingin Pörssin että Finanssivalvonnan toimesta. Lisäksi on muutamia pienempiä alaorganisaatioita, jotka toteuttavat valvontatehtäviään edellä mainittujen alaisuudessa. Näihin kuuluvat esimerkiksi Pörssin markkinavalvonta ja kurinpitolautakunta. Listautumisprosessissa suurimmassa roolissa ovat kuitenkin Finanssivalvonta, jonka hyväksyntä yhtiön tiedonantovelvollisuutta toteuttavalle esitteelle sekä muille edellytyksille tarvitaan, sekä Helsingin Pörssi, joka tekee lopullisen päätöksen yhtiön listalle ottamisesta. Ensimmäisen sidosryhmän toimijat osaltaan turvaavat muiden sidosryhmien tiedonsaantia. Valvovien tahojen hyväksynnän jälkeen tieto siirtyy sijoittajille, jotka muodostavat toisen sidosryhmän. Sijoittajiin kuuluvat kaikki mahdollisesti merkintäantiin osallistuvat tai siihen tutustuvat sijoittajat. Sijoittajien kirjo on tyypillisesti hyvin laaja; mukana voi olla ei-ammattimaisista piensijoittajista ammattimaisiin salkunhoitajiin ja investointipankkeihin. Sijoittajiin suuntautuvassa alaluvussa huomataan, kuinka eri tavoin he hyödyntävät yhtiön julkaisemaa informaatiota, vaikka valvontaviranomaiset käsittelevät täysin samaa tietoa.

Kolmas sidosryhmä koostuu analyytikoista ja mediasta. Jako on melko karkea, mutta pyrkimyksenä oli sijoittaa kolmanteen ryhmään sellaisia toimijoita, jotka analysoivat yhtiön tuottamaa informaatiota eteenpäin muille käyttäjille. Pääasiassa tässä sidosryhmässä tietoa käsittelevät sijoitus- ja rahoitusalan ammattilaiset tai muut talouselämän asiantuntijat. Tässä pääluvussa käsitellään kutakin sidosryhmää omassa alaluvussaan ja tarkastellaan sitä, mikä suhde niillä on listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuteen. Tärkeää on tunnistaa kunkin sidosryhmän omanlainen rooli listautuvan yhtiön julkaiseman informaation hyödyntäjänä.

3.2 Valvontaviranomaiset

3.2.1 Finanssivalvonta & ESMA

Euroopassa arvopaperimarkkinoita valvovat viranomaiset ovat ensisijaisesti kansallisia viranomaisia, eli Suomessa valvontaa toteuttaa Finanssivalvonta. Lisäksi on ylikansallinen EU-tason viranomainen ESMA. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA on osa vuonna 2011 perustettua Euroopan finanssivalvontajärjestelmää. Arvopaperimarkkinoiden valvonta nojaa siis pitkälti kansallisiin viranomaisiin, mutta ESMA on EU-tason itsenäinen ja kansallisia valvova toimielin. Kansallisten viranomaisten on toimittava sen antamien ohjeiden mukaan tai annettava selitys mahdolliselle poikkeamiselle niistä. ESMA voi myös ottaa kantaa rahoitusmarkkinoille laadittuihin standardeihin tai ohjeistuksiin.⁵⁸ ESMA:lla on kolme nimettyä tavoitetta; turvata sijoittajansuojaa, turvata sijoitusmarkkinoiden toimintaa sekä vahvistaa rahoitusvakautta. Sijoittajansuoja liittyy olennaisesti periaatetasolla tiedonantovelvollisuuden sääntelyyn sen ollessa yksi tiedonantovelvollisuuden tavoitteista. Lisäksi ESMA valvoo arvopaperimarkkinoilla kansallisia viranomaisia ja antaa tarvittaessa ohjeistuksia tai määräyksiä. Se pyrkii myös auttamaan kansallisia valvontaviranomaisia toimintansa tehostamisessa.⁵⁹

Suomen Pankin alaisuudessa toimivan Finanssivalvonnan tehtävät on määritelty laissa Finanssivalvonnasta. FivaL 3§ mukaan yhtenä Finanssivalvonnan tehtävistä on valvoa rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskua ja niillä tapahtuvaa kaupankäyntiä sekä siihen liittyvän sääntelyn noudattamista. Lisäksi Finanssivalvonta seuraa, että finanssimarkkinoiden toimijat noudattavat yleistä sääntelyä ja asetettuja määräyksiä. Finanssivalvonnalla on muitakin vastuualueita kansallisena rahoitusviranomaisena, mutta tämän tutkielman kannalta tärkeintä on tiedostaa sen pörssiyhtiöihin ja pörssin toimintaan liittyvät tehtävät. Valtiovarainministeriö on määritellyt Finanssivalvonnan tehtäviin myös yleisen luottamuksen turvaamisen rahoitusmarkkinoita kohtaan, sen ollessa osa Euroopan finanssivalvontajärjestelmää.⁶⁰

⁵⁸ Häyrynen & Kajala 2013: 27-35, Turtiainen 2018: 40-44

⁵⁹ Euroopan Unionin verkkosivut: 2020

⁶⁰ Valtiovarainministeriön nettisivut, 2020

Finanssivalvonta nimensä mukaisesti valvoo Helsingin Pörssiin listattujen osakeyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden toteutumista. Valvonnan on tarkoitus olla ennakoaivaa, eli sen avulla pyritään ennalta ehkäisemään tiedonantovelvollisuuden rikkomista tai väärinkäytöksiä. Finanssivalvonta voi ennakoitavan valvonnan saavuttamiseksi tehdä esimerkiksi valvontakäyntejä pörssiyhtiöihin. Valvontakäynneillä voidaan selvittää, kuinka yhtiö on käytännössä järjestänyt tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen, ja kuinka hyvin yhtiön resurssit on järjestetty vastaamaan vaatimuksia. Lisäksi Finanssivalvonta valvoo pörssissä listattujen yhtiöiden tilinpäätösinformaatiota. Näin tehtyjen johtopäätösten perusteella Finanssivalvonta voi antaa palautetta tai lisäohjeistusta tarkistusten kohteena olleille yhtiöille.⁶¹ Listautumisprosessissa Finanssivalvonnan roolina on antaa ohjeistusta yhtiöille sekä valvoa, että prosessi suoritetaan määräysten mukaisesti. Lisäksi Finanssivalvonta valvoo, että yhtiö täyttää siltä vaaditut ominaisuudet, ja pystyy toimimaan pörssiyhtiönä. Finanssivalvonta on laatinut kattavia ohjeita tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen. Ohjeistuksella pyritään osaltaan turvaamaan sijoittajansuojaa. Niiden tavoitteena on edistää riittävien tietojen saatavuutta sijoittajille. Ohjeiden avulla yhtiöiden tiedottamisesta pyritään saamaan mahdollisimman selkeää ja johdonmukaista. Samalla turvataan tasapuolisuutta ja tietojen todenmukaisuutta listautumisprosessissa.⁶²

Finanssivalvonnan rooli listautumisprosessissa voidaan nähdä ensinnäkin ohjeistavana ja toisaalta tarkastavana ja hyväksyvänä osapuolena. Listautumisprosessin aikana yhtiön johto tapaa Finanssivalvonnan edustajia ja käy läpi listautumisprosessin aiheuttamia vaatimuksia. Prosessin edetessä Finanssivalvonta tekee ns. IFRS-tarkastuksen yhtiön tilinpäätösmaalille sekä lopuksi tarkastaa ja hyväksyy listalleottoesitteen. Lisäksi listautuva yhtiö suorittaa Finanssivalvonnalle valvontamaksun.⁶³ Listautumisprosessin alkuvaiheessa yhtiön tulisi olla yhteydessä Finanssivalvontaan, jotta IFRS-valvonnan kanssa voidaan sopia tilinpäätösten läpikäymisestä. Finanssivalvonta tarkistaa yhtiön kahden edellisen tilikauden tilinpäätökset, jotka tulee sisällyttää listalleottoesitteeseen.

⁶¹ Virtanen 2010: 65-66

⁶² HE 111/2018: 20

⁶³ Pörssisäätiö 2016: 11-12

Näin voidaan varmistua siitä, että yhtiö noudattaa kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja huolellisesti ja pystyy tuottamaan vertailukelpoisia tilinpäätöksiä sijoittajien päätöksenteon tueksi. Listautuva yhtiö voi myös tapauskohtaisesti kokousta Finanssivalvonnan kanssa, mikäli sillä herää kysymyksiä johonkin tiettyyn tiedonantovelvollisuuden osa-alueeseen tai listautumisedellytykseen liittyen.⁶⁴

Listautumisprosessin loppuvaiheessa yhtiön tulee toimittaa listalleottoesite Finanssivalvonnan hyväksyttäväksi. Ilman hyväksyttyä esitettä yhtiö ei voi järjestää listautumisantia. Esitteen avulla listautuva yhtiö osoittaa, että sillä on resurssit tuottaa tiedonantovelvollisuuden vaatimia taloudellisia raportteja ja katsauksia jatkossakin. Esitteen yhteydessä tulee toimittaa myös tilinpäätösmateriaalit sekä kirjallinen hakemus siitä, mihin tarkoitukseen esite on laadittu. Hakemuksen yhteydessä on myös ilmoitettava, mitä vaatimuksia esitettä laadittaessa on noudatettu. Mukaan on liitettävä viittausluettelo, josta ilmenee, mistä tarkalleen esitteestä on löydettävissä esiteasetuksen sisältövaatimusten mukaiset tiedot. Samoin mahdolliset poikkeamat vaatimuksista tulee perustella ja osoittaa. Myös muu mahdollisesti julkaistava markkinointimateriaali tulee toimittaa tarkastettavaksi. AML 3:3 mukaan markkinointimateriaali tulee toimittaa Finanssivalvonnalle viimeistään silloin, kun markkinointi aloitetaan. Sen sisällöstä Finanssivalvonta ei kuitenkaan anna varsinaista hyväksyntää, mutta se voi kommentoida materiaaleja tai huomauttaa mikäli katsoo jonkin osan harhaanjohtavaksi markkinoinniksi tai muuten hyvän tavan vastaiseksi. Finanssivalvonnalla on 20 päivää aikaa tarkastaa esite, joten listautuvan yhtiön tulee varautua tähän ennen varsinaisen listalleottohakemuksen jättämistä osakeannin alkamista. Yhtiö maksaa myös toimenpidemaksun esitteen hyväksyttämisestä. Ensi kertaa listautuva yhtiö on siis prosessin aikana useasti yhteydessä Finanssivalvontaan. Tavanomaisesti yhtiön johto kokousta Finanssivalvonnan kanssa pörssiyhtiön velvollisuuksiin liittyvistä asioista jo hyvissä ajoin ennen listautumisannin alkamista.⁶⁵

Finanssivalvonnalla on siis monipuolinen rooli listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuden arvioijana. Prosessia voi ajatella siten, että listautuva yhtiö saa

⁶⁴ Finanssivalvonta 2020: Listautuminen

⁶⁵ Finanssivalvonta 2020, Arvopaperien tarjoaminen ja esitteet

Finanssivalvonnalta neuvontaa ja apua tiedonantovelvollisuuden vaatimusten täyttämiseen ja resurssien järjestämiseen. Kun yhtiö on tehnyt valmistelut pörssiyhtiönä toimimiseen, Finanssivalvonta vielä tarkastaa, että yhtiö täyttää lain vaatimat edellytykset ja pystyy jatkossa toimimaan pörssiyhtiönä. Kun se on antanut oman hyväksyntänsä yhtiölle, Pörssi ottaa varsinaisen hakemuksen käsiteltäväksi. Finanssivalvonta pyrkii osaltaan turvaamaan sijoittajien tiedonsaantia listautuvasta yhtiöstä ja sen osakkeesta.⁶⁶

3.2.2 Helsingin Pörssi

Helsingin Pörssi ylläpitää arvopapereiden kaupankäyntiä Valtiovarainministeriön myöntämällä toimiluvalla. Sen toiminnan tavoitteena on tarjota puolueeton ja riippumaton markkinapaikka arvopapereille siten, että niille muodostuu kaikkien tasapuolisesti käytettävissä olevan tiedon perusteella käypä hinta. Pörssin toiminnasta säädetään Laissa kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. LKR 3:7 mukaan Valtiovarainministeriö vahvistaa Pörssin säännöt ja myöntää tälle toimiluvan. Tarvittaessa Pörssi voi joutua muokkaamaan sääntöjään Valtiovarainministeriön määräysten mukaisesti. Vaikka Helsingin Pörssi valvoo listattujen yhtiöiden toimintaa, valvontakin on säänneltyä toimintaa eikä se voi esimerkiksi määritellä listayhtiöille sääntöjä täysin haluamallaan tavalla. Pörssin sääntöjen on turvattava luotettavaa ja tasapuolista kaupankäyntiä.⁶⁷

Helsingin Pörssin alaisuudessa toimii oma markkinavalvonta, joka Finanssivalvonnan ohella seuraa pörssiyhtiöiden toimintaa mutta on kuitenkin siitä erillinen organisaationsa. Markkinavalvonta seuraa erityisesti yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden täyttymistä. Lisäksi Markkinavalvonta seuraa kaupankäyntiä, ja saattaa pyytää selvitystä yhtiöltä erikoisissa tapauksissa. Myös sijoittajat voivat olla yhteydessä Markkinavalvontaan, mikäli ovat huolestuneita jostain pörssiyhtiön toiminnasta tai kaipaavat lisätietoa. Käytännössä listautuva yhtiö on siis

⁶⁶ HE 22/2008 vp:67-68

⁶⁷ Ks. LKR 28.12.2017/1070 3.luku

Markkinaavalvonnan alaisena heti, kun se jättää pörssille listalleottohakemuksensa.⁶⁸ Helsingin Pörssillä on myös hallituksen kokoama kurinpitolautakunta, jonka tehtävänä on tarvittaessa käsitellä pörssiyhtiön lainsäädännön rikkomuksesta aiheutuneita seuraamuksia. Käytännössä seuraamus on usein sakkomaksu esimerkiksi sisäpiiritiedon julkistaminen viivästyttämisestä.

Helsingin Pörssi käsittelee listautuvan yhtiön listalleottohakemuksen, ja tekee viime kädessä päätöksen siitä, hyväksytäänkö hakemus ja siten yhtiö pörssin kaupankäyntilistalle. Mikäli jokin listalleottamisen kriteereistä ei täyty kyseisen yhtiön kohdalla, pörssi voi hyväksyä hakemuksen silti, mikäli kyseisen ominaisuuden puuttuminen ei vaaranna sääntelyn tarkoitusta tai poikkeavan edellytyksen tarkoitus voidaan varmistaa muulla tavoin. Joissain poikkeustilanteissa myös Finanssivalvonnan hyväksyntä voi olla tarpeen markkinoiden toimivuuden turvaamiseksi. Tällaisessa tilanteessa Pörssi voi hyväksyä hakemuksen sillä ehdolla, että myös Finanssivalvonta antaa hyväksyntänsä listautumiselle poikkeuksesta huolimatta. Tällöin pörssi itse hakee hyväksyntää Finanssivalvonnalta.⁶⁹

Pörssillä on listautumisprosessissa luonnollisesti tärkeä rooli yhtiönkin näkökulmasta, sillä se on myös onnistuneen listautumisprosessin määränpää. LKR 3:8 mukaan Helsingin Pörssi saa ottaa kaupankäynnin kohteeksi arvopaperin, jonka hinnanmuodostuksen voidaan arvioida olevan luotettavaa. LKR 3:9 puolestaan on säädetty, että Pörssi voi myös hylätä arvopaperin ottamisen kaupankäynnin kohteeksi, jos se on tarpeen sijoittajien suojaamiseksi.⁷⁰

Pörssin tehtävänä on arvioida listalle hakeutuvan yhtiön suoriutumista pörssiyhtiön velvoitteista, joista tiedonantovelvollisuus lienee tärkein. Se on perusta arvopapereiden luotettavalle ja tehokkaalle kaupankäynnille.⁷¹ Pörssin täytyy huolehtia siitä, että sen listalle hyväksymät yhtiöt pystyvät täyttämään tiedonantovelvollisuuden kriteerit ja

⁶⁸ Pörssisäätiö, Etelävuori Kiia 2020

⁶⁹ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 9, 20-21

⁷⁰ Ks. LKR 1070/2017 3. luku

⁷¹ Parkkonen & Knuts 2014: 144

tarjoamaan sijoittajille informaatiota toiminnastaan jatkuvasti. Siksi Pörssi arvioi listautuvan yhtiön tiedon laatua ja sen vastaavuutta sille asetettuihin kriteereihin. Tiedonantovelvollisuus ja esimerkiksi yhtiön laatimat tilinpäätöstiedot ovat pörssin näkökulmasta arvioitavia välineitä, joilla se mittaa yhtiön listautumiskelpoisuutta. Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus pörssille kulminoituu kirjalliseen listalleottohakemukseen. Ennen hakemuksen jättämistä yhtiön tulee myös suorittaa pörssille rekisteröintimaksu. Lisäksi listalle hyväksytyt pörssiyritykset maksavat Helsingin Pörssille vuosimaksua. Hakemuksen sisältövaatimukset on määritelty tarkasti Pörssin Säännöissä. Hakemukseen tulee sisällyttää muun muassa selvitys listalleottamisen edellytysten täyttymisestä kyseisen yhtiön kohdalla. Listautuvan yhtiön tulee siis perustella, miten se pystyy täyttämään sille asetetut vaatimukset. Lisäksi hakemukseen on liitettävä selostus siitä, että yhtiön johto on tietoinen pörssiyritykseen kohdistuvista velvollisuuksista ja on valmistautunut niiden täyttämiseen. Hakemuksella listautuva yritys siis osoittaa pörssille sen valmiudet toimia pörssiyrityksenä. Helsingin Pörssi puolestaan arvioi tämän hakemuksen ja sen tietojen paikkansapitävyyden ja hyväksyy yhtiön listalle.⁷²

Pörssi ei siis tee listautumisantiin vaikuttavia päätöksiä yhtiön julkaiseman tiedon perusteella, mutta arvioi sen laatua sijoittajan näkökulmasta. Lisäksi se huolehtii, että yritys täyttää tiedonantovelvollisuuden vaatimukset lain ja Helsingin Pörssin sääntöjen osalta. Pörssi pitää huolta, ettei yhtiön listautuminen vaaranna tehokkaita ja toimivia markkinoita. Listautuvan yhtiön tuottaman informaation sisältö itsessään ei siis ole niin tärkeässä roolissa pörssin arvioinnissa, vaan olennaista on sen laatu ja tarkoituksenmukaisuus. Listautuvan yhtiön pääomarakenne tai tulevaisuuden strategia eivät ole arviointikriteereitä, jotka vaikuttavat pörssin päätökseen hyväksyä yritys listalle, vaikka sijoittajalle nämä ovat hyvinkin tärkeitä tietoja.

⁷² Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 12-13

3.3 Sijoittajat

3.3.1 Sijoittajat ja AML:ssa määritelty tiedonantovelvollisuus

Jo alkuperäisen, vuoden 1989 AML:n tehtäväksi oli määritelty tehokkaiden markkinoiden turvaaminen. Tehokkaiden markkinoiden toiminta perustuu päätöksiin, joita sijoittajat tekevät markkinoilta saatavan tiedon perustella. Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuus säädettiin alun perin turvaamaan riittävä ja todenmukainen informaatio kaupankäynnin kohteena olevista arvopapereista ja liikkeeseenlaskijoista. Tämän informaation avulla sijoittajat pystyisivät tekemään päätöksiä ja arvopapereille muodostuisi luotettava ja käypä hinta tietoon perustuen.⁷³ Vaikka AML on kokenut kokonaisuudistuksen, ja sitä sovelletaan osittain EU-säätelyn valossa, sijoittajien suojaaminen tiedonantovelvollisuudella on edelleen yksi sen tärkeimpiä kokonaisuuksia. Tiedonantovelvollisuuden perusta on riittävän tiedon turvaamisessa sijoittajille. Siksi tämä sidosryhmä on erityisen tärkeässä roolissa listautuvalle yhtiölle. Sijoittajien voidaan ajatella myös olevan listautumisannin kohde pörssin lisäksi. Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuus on säädetty laissa, jotta sijoittajat saisivat tasapuolisesti riittävää informaatiota sijoituspäätöksensä tueksi.⁷⁴

Listautumisprosessissa tiedonantovelvollisuus pyrkii tasapainottelemaan sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan edun välillä. Vaakakupin toisella puolella voi ajatella sijoittajan ja tämän tiedonsaannin turvaamisen, ja toiselle puolella liikkeeseenlaskijaan ja siihen kohdistuvan työtaakan. Tiedonantovelvollisuuden pitäisi pystyä turvaamaan tarpeeksi tietoa sijoittajille niin, että järkevän sijoituspäätöksen tekeminen on mahdollista. Saman aikaisesti on huomioitava se, ettei tiedonantovelvollisuus saa aiheuttaa kohtuuttomia vaatimuksia yhtiöille niin, että listautuminen ei olisi enää yhtiön kannalta järkevää. Listautuvan yhtiön tulee julkaista tarpeeksi tietoa sen taloudellisesta tilanteesta ja kehitysnäkymistä, jotta sijoittaja voi arvioida onko yhtiön osakkeen merkitseminen järkevä sijoituspäätös. Listautuminen pörssiin asettaa yhtiölle kuitenkin samalla uudenlaisia vaatimuksia, ja synnyttää suoria rahallisia kustannuksia ja lisätyötä sekä

⁷³ HE 157/1988: 3, 24

⁷⁴ Parkkonen & Knuts 2014: 23

mahdollisesti lisäresurssien hankkimista. Tiedonantovelvollisuus ei saisi aiheuttaa yhtiölle niin raskaita vaatimuksia, ettei listautuminen olisi enää kannattavaa tai houkuttelevaa. Sääntelyn voidaan ajatella tähtäävän siis tasapainoiseen tilanteeseen, joka turvaa niin sijoittajien kuin listautuvien yhtiöidenkin intressit. Esiteasetuksella pyrittiin parantamaan tätä tasapainoa. Asetuksen myötä tavoitellaan tilannetta, jossa yhtiöille olisi tarjolla kustannustehokas pääsy rahoitusmarkkinoille ilman, että sijoittajansuoja vaarantuu. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä pyritään poistamaan yhtiön ja sijoittajan välillä vallitseva informaation epäsymmetriaa.⁷⁵

Sijoittajat ovat listautuvan yhtiön tärkein sidosryhmä ja se kohderyhmä, jonka turvaksi tiedonantovelvollisuus on säädetty. Todellisuudessa sijoittajia on hyvin erilaisia, yksityisistä piensijoittajista suuriin instituutiosijoittajiin. Nämä erilaiset sijoittajatyypit hyödyntävät todellisuudessa liikkeeseenlaskijan informaatiota hyvin eri tavoin. Siksi arvopaperimarkkinoilla käytetään järkevän sijoittajan kriteeriä.⁷⁶ Järkevä sijoittaja merkitsee yhtiön osakkeita listautumisannissa vain, jos hänellä on perusteltu odotus siitä, että osakkeen arvo tulee nousemaan tulevaisuudessa tai muuten tuottaa tuottoa omistajalleen. Koska tämä on tulevaisuuteen kohdistuva oletus, listautuvan yhtiön julkaisemat näkemykset liiketoiminnan kehityksestä ovat tärkeitä sijoittajille. Tulevaisuudennäkymiä hyödyntäen sijoittaja voi arvioida yhtiön potentiaalia tuottoisana sijoituskohteena ja arvopaperin arvon kehitystä. Varsinainen velvollisuus tiedottaa tulevaisuudennäkymistä tilinpäätöksessä ja osavuosisikatsauksessa poistui AML:sta sen kokonaisuudistuksessa 2013, mutta KPL:ssa nimenomainen säädös edelleen on. KPL 3:1 mukaan toimintakertomuksessa on annettava todennäköinen kuvaus kirjanpitovelvollisen toiminnan tulevasta kehityksestä.⁷⁷

Listautumisessa totuudenmukaisen tiedon merkitys sijoittajalle korostuu, sillä usein sijoittajalla ei ole yhtiöstä kovin paljoa aiempaa tietoa. Markkinoilla ei yleensä ole vielä saatavilla vertailukelpoista tietoa listautuvasta yhtiöstä. Siksi sijoittajat ovat merkittävimmissä roolissa listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuden hyödyntäjänä.

⁷⁵ HE 111/2018 vp: 1, 22

⁷⁶ Salo & Oksaharju 2019: 1-2

⁷⁷ Laininen 2013: 1-3

Esitesääntelyllä pyritään turvaamaan sijoittajan tarvitsema informaatio listautumisprosessissa.⁷⁸ Jo pörssissä toimivan yhtiön laskiessa liikkeeseen uusia arvopapereita, sijoittaja voi hyödyntää jo aiemmin julkaistua tietoa yhtiöstä, mutta listautumisessa sijoittaja tutustuu yhtiöön monesti ensimmäistä kertaa. Siksi yhtiön julkaiseman tiedon tulisi olla mahdollisimman totuudenmukaista ja vertailukelpoista, jotta sijoittajat voivat tehdä päätöksiä asianmukaisin perustein. Toki listaamattomatkin yhtiöt tiedottavat toiminnastaan ja esimerkiksi kaupparekisterin kautta on mahdollista saada tietoa yhtiön taloudellisesta tilanteesta, mutta varsinkin piensijoittajat hyödyntävät sijoituspäätöksissään tavanomaisesti pörssistä saatavaa tietoa ja osakkeen aiempaa arvonkehitystä.⁷⁹

AML 3:1 mukaan arvopapereita julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakevan tahon on julkaistava esite. Listalleottoesite sisältää kattavan määrän tietoa listautuvasta yhtiöstä ja sen osakkeesta, jota haetaan kaupankäynnin kohteeksi. Sen avulla sijoittajan tulisi kyetä tekemään järkevä sijoituspäätös listautuvasta yhtiöstä ja sen arvopaperista, ja päätös voi luonnollisesti olla myös päätös jättää osallistumatta listautumisasiin. Esitteen suuri tietomäärä voi varsinkin piensijoittajan kannalta olla jopa haitallista. Suuresta määrästä informaatiota voi olla hankalaa löytää ne tiedot, jotka ovat merkittävimpiä yksittäisen piensijoittajan näkökulmasta. Informaatiotulva voi vääristää päätöksentekoa, tai jopa johtaa siihen, että sijoituspäätös jää kokonaan tekemättä liiallisen tiedon takia. Siksi esiteasetuksella on pyritty parantamaan listautumisesitteiden sisältöä ja karsimaan aineiston määrää paremmin sijoittajia palvelevalla tavalla. Esitteen tietojen tulisi olla helposti ymmärrettävässä muodossa ja sijoittajan hyödynnettävissä. Ennen asetuksen voimaantuloa nähtiin mahdollisena, että esitteen monimutkaisuus ja laajuus on voinut vaikuttaa heikentävästi sen hyödynnettävyyteen sijoituspäätöksen taustalla. Eli esite ei aiemman sääntelyn perusteella ole palvellut tarkoitustaan. Esitteen laaja-alaisuuden myötä sitä tarkemmin hyödyntävät sijoittajat ovat useimmiten suurempia instituutiosijoittajia tai ammattimaisia sijoittajia.⁸⁰

⁷⁸ Salo & Oksaharju 2019: 4-6

⁷⁹ Norros 2009: 104

⁸⁰ HE 111/2018: 23, 34

Listautumisanteihin osallistuu tyypillisesti monia erilaisia sijoittajia. Listautuviin yhtiöihin voivat sijoittaa suuret instituutiosijoittajat, kuten esimerkiksi eläkeyhtiöt, investointipankit ja sijoitusrahastot, mutta myös piensijoittajat yksityishenkilöinä iästä, ammatista tai elämäntilanteesta riippumatta. Erilaiset sijoittajat hyödyntävät myös yhtiön julkaisemaa informaatiota hieman eri tavoin. Listalleottoesitteen on ajateltu palvelevan erityisesti ammattimaisia sijoittajia sekä instituutiosijoittajia. Listautumisannin yhteydessä julkaistava markkinointiesite tai muu markkinointimateriaali palvelee tyypillisesti enemmän ei-ammattimaisia sijoittajia.⁸¹

Myös sijoittajien sijoitusstrategia vaihtelee ja voi vaikuttaa siihen, miten sijoittaja vastaanottaa yhtiön julkaisemaa informaatiota. Strategialla on siis vaikutusta myös siihen, miten sijoittaja suhtautuu listautuvan yhtiön julkaisemaan informaatioon ja mikä sen osa-alueista on kyseiselle sijoittajalle tärkein. Jotkut instituutiosijoittajat haluavat pyrkiä vaikuttamaan yhtiön toimintaan suurena omistajana, jolloin ehkä taloudelliset luvut eivät vaikuta sijoituspäätöksessä yhtä voimakkaasti kuin tulevaisuuden näkymät tai tulevaisuudenstrategiat. Tällöin toimintakertomus ja laadulliset tiedot voivat olla suuremmassa roolissa sijoituspäätöstä tehdessä. Instituutiosijoittajalla onkin erilainen mahdollisuus merkitä merkittävä osa listautuvan yhtiön osakkeita listautumisannissa, ja saada konkreettinen vaikuttamismahdollisuus suuromistajana. Piensijoittajalla tätä mahdollisuutta ei ole, jolloin sijoitus on luonteeltaan puhdas finanssisijoitus. Tällöin voisi ajatella piensijoittajien kiinnostuvan enemmän juuri yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja esimerkiksi velkaantuneisuudesta. Toki myös instituutiosijoittajat voivat osallistua listautumisanteihin puhtaasti arvonnousua tai tuottoa tavoitellakseen.⁸²

3.3.2 Sijoittajat ja markkinointimateriaali

Sijoittajaviestintä ja markkinointi ovat listautumisprosessissa tärkeässä roolissa, vaikeivat sisällykään varsinaiseen AML:ssa säädettyyn tiedonantovelvollisuuteen. Silti listautuvat yhtiöt julkaisevat tavanomaisesti esitteen ja tilinpäätöstietojen lisäksi muuta

⁸¹ Ks. HE 111/2018: 34

⁸² Ks. Esim Virtanen 2010: 68-69

materiaalia, jonka tarkoituksena on yksinomaan houkutella sijoittajia. Tällaisia julkaisuja ovat esimerkiksi sijoitustarina eli ”equity story” sekä markkinointiesite. Markkinointimateriaalissa on kuitenkin aina viitattava esitteeseen, ja merkittävä selkeästi se, että sen tiedot perustuvat erikseen julkaistuun listalleottoesitteeseen. Näin varsinaisen esitteen roolia ja merkitystä ei voi sivuuttaa, vaan markkinointimateriaali tulee nähdä enemmänkin sitä tukevana julkaisuna. Sijoitustarina on sijoittajien houuttelemiseksi rakennettu julkaisu, joka tavanomaisesti antaa sijoittajille näkemyksen yhtiön listautumismotiivista ja prosessin tavoitteista. Uskottavan sijoitustarinan yhtiö voi luoda siten, että se laatii sen tukemaan taloudellista materiaalia ja listalleottoesitettä.⁸³

Yhtiön listautuessa pörssiin sen tavoitteena on houkutella uusia sijoittajia osallistumaan antiin. Sijoittajille yhtiö voi olla vielä melko vieras, joten yhtiön on pystyttävä osoittamaan potentiaalinsa ja kiinnostavuutensa sijoituskohteena. Siksi listautuvan yhtiön on syytä panostaa myös esitteen lisäksi listautumisen yhteydessä tehtävään markkinointiin ja sijoittajien houuttelemiseen. Pörssisäätiö on jakanut listautumisen markkinoinnin kolmeen eri vaiheeseen; valmisteluvaiheeseen, esimarkkinointivaiheeseen ja merkintäaikaan. Ensimmäisessä, valmisteluvaiheessa pääjärjestäjä valitsee alustavan arvonmäärityshaarukan yhtiön kanssa arvostusanalyysin perusteella. Toisessa vaiheessa, esimarkkinoinnissa potentiaalisten sijoittajien kiinnostusta listautumisantiin kartoitetaan. Lopuksi prosessin viimeisessä vaiheessa merkintäannin aikana sijoittajille markkinoidaan osaketta määritetyn merkintähinnan tai hintavälin mukaisesti.⁸⁴

Markkinointiesitteen tarkoituksena voidaan nähdä listautuvan yhtiön ja sen kasvun ja kannattavuuden potentiaalinen markkinointi. Markkinoinnilla katsotaan olevan aina kaupallinen tarkoitus, eli listautumisessa tarkoituksena on saada sijoittajat osallistumaan merkintäantiin ja ostamaan osaketta. Listautumisannin yhteydessä toteutettavalla markkinointiviestinnällä pyritään tarjoamaan sijoittajille mahdollisimman paljon tietoa yhtiöstä, jotta sijoittaja voi hyötyä tiedosta tekemällä kannattavan sijoituspäätöksen.

⁸³ Pörssisäätiö 2016: 13, 24-25

⁸⁴ Pörssisäätiö 2016: 26

Tätä kautta sijoittaja saisi sijoituksilleen tuottoa ja hyötyisi osallistumisestaan merkintäantiin.⁸⁵

3.4 Analyttikot ja media

Analyttikot nimensä mukaisesti analysoivat markkinoita, yhtiöitä ja näiden osakkeita tuottaakseen materiaalia sijoittajien päätöksenteon tueksi. Analyysien tarkoituksena on tarjota työkaluja ja apuvälineitä sijoituspäätöksen tekemiseksi yhtiötä tutkivalle sijoittajalle. Analyysia tekevät erilliset sijoituspalveluyhtiöt tai muut organisaatiot harjoittavat yleensä analyysien kautta liiketoimintaa, ja tarjoavat analyysia sijoittajille maksua vastaan. Mikäli sijoittaja siis hyödyntää analyttikoiden tuottamia materiaaleja, se tarkastelee yhtiön tiedonantovelvollisuutta tietynlaisena muokattuna materiaalina.⁸⁶ Analyttikoiden rooli voidaan nähdä myös informaation ”levittäjänä” ja näin markkinoiden toimivuuden ja tehokkuuden edistäjänä. Analyttikoiden toiminta voidaan siis nähdä myös tiedonantovelvollisuuden toteuttajana ja informaation symmetriaa tehostavana sidosryhmänä. Analyysien avulla tiedon painopistettä ikään kuin siirretään myös sijoittajien suuntaan, kun loogisesti listautuvalla yhtiöllä ajatellaan olevan informaatioetu.⁸⁷

Listautuva yhtiö tavanomaisesti kokousta listautumisprosessin aikana analyttikoiden kanssa. Koska sijoittajat hyödyntävät analyysia ja tutkimuksia sijoituspäätöksensä tukena, listautuvan yhtiön kannattaa huomioida näiden analyysien tuottajat ja kohdistaa informaatiota myös suoraan heille. Listautuva yhtiö voi järjestää ns. analyttikkopresentaation ennen merkintäannin alkamista, jonka tavoitteena on tarjota analyttikoille yhdessä pääjärjestäjän kanssa tietoa yhtiöstä ja listautumisesta. Esitys on oiva tilaisuus markkinoida yhtiötä ammattimaiselle kohdeyleisölle, jotka tekevät erilaisia suosituksia ja kehotuksia arvopapereiden ostamisesta ja myymisestä. Esityksen avulla analyttikot osaavat myöhemmässä vaiheessa kertoa sijoittajille listautumisannista.

⁸⁵ Hoppu 2004: 67, 94

⁸⁶ Kariola, Niemelä & Angervuo 2004: 34. Ks. Myös Salo 2016: s. 41

⁸⁷ Annola 2002: 4

Analyttikoiden osaamista voidaan hyödyntää muun muassa yhtiön arvonmäärityksessä ja osakkeen merkintähinnan määrittämisessä. Yhtiön julkaiseman tiedon vertailukelpoisuus korostuu, sillä analyttikot vertailevat usein merkintähintaa muiden saman tyyppisten yhtiöiden osakkeiden hintoihin. Esimerkiksi saman toimialan yhtiöiden tilinpäätösten tulisi lähtökohtaisesti olla hyvin vertailukelpoisia, jotta analyysseissa voidaan verrata keskenään viime aikoina pörssiin listautuneita tietyn alan yhtiöitä ja vaikkapa niiden velkaantuneisuutta ja maksukykyä.⁸⁸

Listautumisprosessissa analyttikot tutkivat ja muokkaavat yhtiön julkaisemaa tietoa ja jalostavat siitä sijoittajalle helposti ymmärrettäviä analyysseja ja tutkimuksia. Usein he antavat myös lausuntoja tai suosituksia merkintäannin hinnasta. Myös erilaiset sijoituspalveluyhtiöt voivat tuottaa asiakkailleen eli potentiaalisille sijoittajille analyysseja listautuvista yhtiöistä ja niiden tarjoamista osakkeista. Käytännössä hyvin usein siis varsinkin piensijoittajien hyödyntämä materiaali voi olla jonkun toisen tahon käsittelemää. Analyysien hyödyntäminen ja käyttö juontavat juurensa siihen, että listautuvan yhtiön julkaisema informaatio on tavallisesti melko pitkälti ns. ”asiantuntijaraportointia”, jossa oletuksena on, että tiedon vastaanottaja on selvillä käsitteistä ja yleisistä aiheeseen liittyvistä termeistä.⁸⁹

Sijoituspalveluyritysten toimintaa säädellään Sijoituspalvelulaissa. Lain yksityiskohtaisiin määräyksiin ja sijoituspalvelulaitosten toimintaan ei ole tarpeen syventyä tässä tutkielmassa, mutta kokonais kuvan ymmärtämisen kannalta on tärkeää tiedostaa, että analyttikoiden ja sijoitussuosituksia laativien tahojen toimintaa säädellään laissa tiukasti. Tällä on haluttu turvata sijoittajan asemaa tiedon vastaanottajana.⁹⁰ Sijoituspalvelun tarjoajan tiedonantovelvollisuutta ei tule kuitenkaan sekoittaa arvopaperimarkkinoilla toimivan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen. SipaL:n mukainen tiedonantovelvollisuus koskee sijoituspalvelun tarjoajan ja sijoittajan välistä informaation vaihtoa, kun taas AML:n mukainen tiedonantovelvollisuus suoraan listautuvan yhtiön ja sijoittajan välistä tiedonvaihtoa. Nämä kaksi on tarpeen erottaa

⁸⁸ Pörssisäätiö 2016: 26-27

⁸⁹ Salo 2016: 41-42

⁹⁰ Finanssivalvonta 2018: Sijoituspalveluyritykset

toisistaan, ja huomioida ettei SipaL alainen tiedonantovelvollisuus ole tämän tutkielman kohteena.

Analyysien lisäksi media tuottaa tavanomaisesti omia julkaisujaan listautuvista yhtiöistä. Talousaiheiset mediat sekä valtakunnalliset sanomalehdet yleensä uutisoivat, kun jokin yhtiö ilmoittaa hakeutuvansa pörssiin. Varsinkin ei-ammattimaiset sijoittajat hyödyntävät myös median julkaisuja lähteinä sijoituspäätöksensä tueksi. Finanssivalvonnan vuonna 2013 tekemä kysely sijoittajien tiedonlähteistä liittyen listayhtiöihin vahvistaa tätä oletusta. Kyselyn mukaan lähes puolet siihen vastanneista sijoittajista hyödynsi median ja uutisten kautta saamaansa informaatiota sijoituspäätöksen tukena. Kyselyyn vastanneista 90% oli ei-ammattimaisia sijoittajia, joten tutkimuksen perusteella voi arvioida medialla olevan suuri rooli erityisesti piensijoittajille. Sijoittajille tärkeintä informaatiota oli taloudellisen aseman lisäksi tuloskehitys. Täytyy huomioida, että kyseinen tutkimus on tehty yleisesti listayhtiöihin sijoittamisesta, eikä pelkästään listautumisanneista, mutta samojen tuloksien voi olettaa koskevan myös listautumisanteihin sijoittamista. Tutkimustuloksista ilmeni myös, että sijoittajien eniten käyttämät kanavat tiedonhakuun olivat lehdet ja televisio sekä uutistoimistot. Lisäksi sijoittajat kertoivat hyödyntävänsä sijoitusasiantuntijoiden julkaisuja sekä blogeja ja sijoittamiseen keskittyviä keskustelupalstoja. Myös yhtiöiden julkaisemia pörssitiedotteita hyödynnettiin usein näiden kanavien kautta. Toki täytyy huomioida, että internetin palvelut ja sosiaalinen media ovat kehittyneet huimasti vuodesta 2013, joten tutkimuksen tulokset eivät välttämättä ole täysin relevantteja enää näiltä osin.⁹¹ Listautuvan yhtiön on kuitenkin syytä tiedostaa uutismedian tärkeä rooli tiedottajana ja eräänlaisena välikätenä tiedonsiirrossa sijoittajille.

Nykypäivänä myös sosiaalisen median, esimerkiksi sijoitusaiheisten blogien, julkaisemat artikkelit ja kirjoitukset voivat vaikuttaa piensijoittajien päätöksiin. Internetissä on paljon sijoitusaiheisia ryhmiä ja keskustelupalstoja, josta sijoittajat voivat saada tukea ja neuvoja toisilta sijoittajilta, ja näiden vaikutuksesta tehdä sijoituspäätöksiä.⁹² Yksityishenkilöiden sijoittaminen on viime vuosina saanut huomiota mediassa

⁹¹ Finanssivalvonta 2013

⁹² Salo 2016: 42

kasvavassa määrin, ja erityisesti sosiaalisen median alustat ja julkaisut voivat olla piensijoittajille alkusysäys kiinnostukseen.⁹³

⁹³ Ks. Esim. Alkula Maarit (2020). *Mimmit sijoittaa syntyä, koska sijoittamisesta ei puhuttu riittävän innostavasti – nyt tapahtumat ovat tauolla, mutta sisältä kiinnostaa*. Julkaistu *Markkinointi & Mainonta* -verkkolehdessä 9.4.2020.

4 Tiedonantovelvollisuuden elementit listautumisprosessissa

4.1 Valmistelevat toimenpiteet

4.1.1 Tilinpäätösinformaatio

Pörssin sääntöjen mukaan listautuvalla yhtiöllä tulee olla laadittuna ja julkistettuna tilinpäätökset kolmelta viimeisimmältä tilikaudelta. Nämä tilinpäätökset on pidettävä sijoittajien saatavilla, kun yhtiö ilmoittaa listautumisestaan. Yhtiöllä tulee myös olla riittävä toimintahistoria kyseiseltä toimialalta. Näin sijoittajat voivat arvioida yhtiön liiketoiminnan ja taloudellisen tilanteen kehityskaarta ja arvioida sen potentiaalia sijoituskohteena. Pörssin mukaan nämä edellytykset täyttyvät yhtiöllä, joka on nykyisessä muodossaan harjoittanut alansa liiketoimintaa vähintään edellä mainitun kolmen vuoden ajan ja tuottanut tilikausilta taloudelliset raportoinnit vaatimusten mukaisesti. Käytännössä yhtiö, joka on ollut toiminnassa alle kolmen vuoden ajan, voi myös listautua pörssiin, mutta tällöin arvioidaan tarkasti sen liiketoimintahistoriaa.⁹⁴ AML 7:6 mukaan tilinpäätöksen tulee antaa riittävä ja totuudenmukainen kuva yhtiön tuloksesta ja taloudellisesta tilanteesta. Tilinpäätöksen sisällöstä on säädetty myös KPL 3:2, jonka määritelmä tilinpäätöksen vaatimuksista on melko yhtenevä AML säädöksen kanssa. Tilinpäätöstietojen lisäksi yhtiön tulee pystyä tarjoamaan riittävästi tietoa sen toiminnan historiasta, jonka avulla voidaan tulkita tapahtumia taloudellisten tietojen ja lukujen takana. Tavallisimmin listautuva yhtiö julkaisee nämä tiedot toimintakertomuksen muodossa. Toimintakertomuksen sisällöstä on yksityiskohtaisemmat vaatimukset laadittuna KPL 3:1a sekä Valtiovarainministeriön asetuksessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.

95

Pelkkä aiemmista tilikausista tiedottaminen listautumisvaiheessa ei vielä riitä, vaan yhtiön tulee valmistautua jatkossa tuottamaan säännöllisesti taloudellista informaatiota pörssiyhtiöön kohdistuvien vaatimusten mukaisesti. Listautuvan yhtiön tulee

⁹⁴ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 15

⁹⁵ Ks. Valtiovarainministeriö 1020/2012

valmistautua julkaisemaan tilinpäätökset, puolivuotiskatsaukset, mahdolliset osavuotiskatsaukset, tilinpäätöstiedotteet sekä tietysti jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvät tiedot, ja tulosvaroitukset tarvittaessa. Listautuessaan yhtiö tuottaa vaaditun taloudellisen informaation mutta järjestää myös sisäiset resurssit ja prosessinsa siten, että pystyy tuottamaan saman tiedon jatkossakin säännöllisesti. Yhtiön täytyy järjestää sisäisesti toimintansa siten, että se pystyy heti tuottamaan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden vaatimaa taloudellista informaatiota markkinoiden osapuolten käyttöön. Kirjanpidon ja taloushallinnon järjestelmiä tulee muokata niin, että IFRS-standardien noudattaminen on mahdollista. Listayhtiön tulee julkaista aina tilikauden päättymisen jälkeen tilinpäätöstiedote, jota seuraa varsinaisen tilinpäätöksen julkaiseminen muutamia viikkoja myöhemmin. Myös budjetointiin ja ennusteisiin on tarpeen kiinnittää erityistä huomiota, jotta sijoittajille pystytään tarjoamaan luotettavaa tietoa taloudellisen tilanteen kehittymisestä ja ennakoimisesta.

96

AML 7:10 mukaan liikkeeseenlaskijan on julkaistava puolivuotiskatsaus tilikauden ensimmäiseltä kuudelta kuukaudelta. Sen tulee sisältää totuudenmukaiset ja oleelliset tiedot yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja tuloskehityksestä. Käytännössä puolivuotiskatsaus laaditaan noudattaen samoja periaatteita kuin tilinpäätöskin. Lisäksi siinä on selostusosa, jossa avataan yleisellä tasolla katsauksen taloudellisia lukuja ja arvoja. Pörssiyhtiö voi julkaista myös osavuosisikatsauksen kvartaaleittain, mutta sen sisältö on tavanomaisesti hieman puolivuotiskatsausta suppeampi.⁹⁷

4.1.2 IFRS-standardien noudattaminen taloudellisessa raportoinnissa

Pörssiyhtiön on noudatettava kirjanpidossa ja tilinpäätöksen laatimisessa IFRS-standardeja. Tämä velvollisuus perustuu Euroopan parlamentin ja neuvoston antamaan IAS-asetukseen, jossa velvoitetaan listatut yhtiöt soveltamaan standardeja taloudelliseen kirjanpitoon ja raportointiin. Kansainvälinen tilinpäätöslautakunta IASB

⁹⁶ Pörssisäätiö 2016: 16-17,20

⁹⁷ Haaramo, Palmuaro & Peill 2018: 54-56

asettaa sovellettavat standardit. Normisto sisältää yleiset periaatteet tilinpäätöksen laatimiseen, IFRS-standardit sekä IAS-standardit eli tilinpäätösperusteet. Lisäksi standardeille on laadittu tulkintaohjeet. Mikäli listautuva yhtiö ei ole aiemmin noudattanut IFRS-standardeja, sen on siirryttävä siihen ennen varsinaista listautumista.⁹⁸ IAS-asetuksen noudattaminen on säädetty listayhtiöille pakolliseksi KPL 7:2, jonka mukaan yhtiön, jonka arvopaperit ovat julkisen kaupankäynnin kohteena, tulee laatia konsernitilinpäätöksensä kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisesti. Yhtiöt voivat tehdä kirjanpitoinsa standardien mukaisesti, vaikkeivät niiden osakkeet olisivatkaan listattuna pörssissä. Siksi jotkin listautuvat yhtiöt ovat voineet noudattaa IFRS-standardeja jo aiemmin, eivätkä suuremmat muutokset niiden osalta ole tarpeen listautumisprosessissa. IAS-asetuksella EU tavoittelee listayhtiöiden tilinpäätöstietojen harmonisointia, ja näin unionin sisäisten rahoitusmarkkinoiden yhtenäisyyttä. Vertailukelpoinen tilinpäätösinformaatio helpottaa kansainvälisten sijoitusten tekemistä ja rahoituksen hakemista yli jäsenvaltioiden rajojen.⁹⁹

Mikäli listautuva yhtiö siirtyy IFRS-standardeihin ensimmäistä kertaa ennen listautumista, sen on esitettävä ns. siltalaskelma ensimmäisen IFRS-tilinpäätöksen yhteydessä. Laskelman avulla selvitetään, kuinka aiemmin laaditut, kansallista sääntelyä noudattaneet tuloslaskelma, tase ja rahavirtalaskelma poikkeavat IFRS-standardien mukaan laadituista. Siltalaskelma siis mahdollistaa tilinpäätösten vertailun. IFRS-standardit sisältävät myös muutaman vaatimuksen, jotka kohdistuvat pelkästään listautuvaan yhtiöön. Listautuvan yhtiön tulee esittää tilinpäätöksessään osakekohtainen tulos sekä segmenttikohtaiset tiedot.¹⁰⁰ IFRS 1 on niin kutsuttu ”siirtymästandardi”, joka sisältää käytännön ohjeet siihen, kuinka yhtiö siirtyy ensimmäistä kertaa laatimaan tilinpäätöksensä näiden standardien mukaisesti. Siirtymästandardi tarjoaa listautuvalle yhtiölle apuvälineen vertailukelpoisen ja laadukkaan tilinpäätösinformaation tuottamiseen.¹⁰¹

⁹⁸ Mähönen 2005: 139-140, 155

⁹⁹ HE 126/2004

¹⁰⁰ Pörssisäätiö 2016: 18-19

¹⁰¹ Halonen 2013: 75

4.1.3 Listayhtiöiden hallinnointikoodi

Pörssin sääntöjen mukaan listatun yhtiön tulee noudattaa Arvopaperimarkkinayhdistyksen laatimaa ja hyväksymää Listayhtiöiden Hallinnointikoodia. Listalleottohakemuksessa on tuotava ilmi, kuinka yhtiö noudattaa hallinnointikoodin sääntöjä. Pörssin hallitukselle on sääntöjen mukaan määrätty oikeus antaa suosituksia hyvästä hallintotavasta ja sen järjestämisestä.¹⁰² Listautuvan yhtiön on siis tutustuttava hallinnointikoodiin ja järjestettävä hallintonsa sen vaatimusten mukaiseksi. Koodi muodostuu pörssiyrityksille tarkoitetuista suosituksista, jotka liittyvät esimerkiksi hallituksen ja johdon valintaan ja toimintaan, palkitsemiseen sekä sisäiseen valvontaan. Suositukset täydentävät lainsäädännössä asetettuja vaatimuksia. Hallinnointikoodin avulla pyritään pitämään suomalaisten pörssiyrityksien hallinnointitapa yhdenmukaisena ja korkealaatuisena. Sillä tavoitellaan myös kansainvälistä vertailukelpoisuutta. Hyvän hallinnointitavan noudattaminen tukee myös sijoittajien arvostusta yhtiötä ja sen arvopapereita kohtaan. Sijoittajalle hallinnointikoodi tarjoaa läpinäkyvän tavan tarkastella yhtiön hallintotapaa ja sen toimintatapoja ja näin auttaa mahdollisen sijoituspäätöksen tekemisessä.¹⁰³

Hallinnointikoodin noudattaminen tulee huomioida osana listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuutta. AML 7:7 mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tulee esittää selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Selvitys voidaan esittää osana toimintakertomusta, mutta se on mahdollista esittää myös omana raporttinaan tai pörssitiedotteen muodossa. Listautuva yhtiö voi sisällyttää tiedon hallintonsa järjestämisestä myös listautumisesitteeseen. Käytännössä esitteessä on usein edes jonkunlainen osio Corporate Governancesta ja maininta Listayhtiöiden Hallinnointikoodin noudattamisesta, vaikka varsinainen raportti olisi erillinen kokonaisuus. Listautuvan yhtiön tulee siis huolehtia siitä, että sen hallinto on järjestetty suositusten mukaisesti sekä dokumentoida kyseiset järjestelyt. Yhtiö voi poiketa jostakin hallinnointikoodin suosituksesta, mutta tällöin sen on selvityksessä selostettava syyt ja perusteet poikkeamiselle. Syy poikkeamiselle voi liittyä esimerkiksi liiketoiminta-alan

¹⁰² Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 20-21

¹⁰³ Listayhtiöiden Hallinnointikoodi 2020: 7

erityisominaisuuksiin. Hallinnointikoodia sovelletaan siis noudata tai selitä -periaatteella. Koodi sisältää kuitenkin myös pakottavaan sääntelyyn perustuvia suosituksia, joista yhtiöt eivät voi lain mukaan poiketa. Esimerkiksi hallinnointikoodin raportointia koskeva osa on pakottavaa.¹⁰⁴

Listayhtiöiden hallinnointikoodin noudattaminen sisältyy tiedonantovelvollisuuteen AML 7:7 säännöksen mukaisesti. Se, missä muodossa yhtiö haluaa selvityksen koodin noudattamisesta julkaista, on jätetty lainsäädännössä yhtiön itsensä päätettäväksi. Arvopaperimarkkinayhdistys suosittelee, että selvitys julkaistaisiin omana kertomuksenaan, jotta sen merkitys korostuisi riittävästi eikä jäisi esimerkiksi toimintakertomuksen tai muun informaation jalkoihin. Mikäli yhtiö julkaisee kertomuksen erillisenä julkaisuna, siinä on oltava viittaus toimintakertomukseen, ja toisin päin. Avoin tiedottaminen hallinnointikoodin noudattamisesta vahvistaa mielikuvaa yhtiön luotettavuudesta ja läpinäkyvästä toiminnasta, joka voi vahvistaa sijoittajien mielenkiintoa. Koska vastuullisuus ja eettisyys ovat nousseet viime vuosina suuriksi trendeiksi ja arvoiksi myös sijoittamisessa, tutkivat sijoittajat entistä tarkemmin myös muutakin kuin yhtiön julkaisemaa taloudellista informaatiota. Hallinnointikoodissa on tarkennettu julkaistavan selvityksen, CG-selvityksen, tarkemmat rakennevaatimukset, jotta selvitys olisi helposti sijoittajien hyödynnettävissä. Tarkka rakenne myös vahvistaa eri yhtiöiden selvitysten vertailukelpoisuutta.¹⁰⁵

4.2 Hakemus ja listalleottoesite

4.2.1 Velvollisuus julkaista esite

Kun yhtiö on tehnyt valmistelevat toimenpiteet, ja saanut esimerkiksi kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaiset tilinpäätökset koottua, se laatii esitteen ja varsinaisen hakemuksen Helsingin Pörssille. Jotta yhtiö voi hakea osakkeensa ottamista kaupankäynnin kohteeksi pörssilistalla, sen täytyy julkaista listalleottoesite. Esite on

¹⁰⁴ Pörssisäätiö 2016: 39

¹⁰⁵ Listayhtiöiden Hallinnointikoodi 2020: 45-47

julkaistava ennen tarjouksen ja kaupankäynnin alkamista. Lisäksi sen on oltava saatavilla koko tarjouksen, eli tässä tapauksessa koko osakeannin voimassaoloajan. Esite on asiakirja, joka toimii listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuden perustana. Sen laatiminen vaatii yhtiöltä ja neuvonantajilta yleensä paljon työtä, mutta esite on tärkeä informaation väline markkinoille astuvan yhtiön ja sijoittajien välillä.¹⁰⁶ Esitteen julkaisuvelvollisuudesta säädetään AML 3:1. Säädöksen mukaan arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi hakevan tahon on julkaistava arvopaperista esite. Säädös perustuu EU:n esiteasetukseen, joka tuli kokonaisuudessaan voimaan heinäkuussa 2019. Listautuvan yhtiön tuli julkaista esite myös ennen asetuksen voimaan tuloa, mutta asetuksessa tehtiin muutoksia julkaisuvelvollisuuteen ja esitteen sisältöön. Uudistuksella tavoiteltiin esitteen sääntelyn selkeyttämistä ja pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin esitteen laatimisesta kohdistuvan työtaakan keventämistä. Alle miljoonan euron annit vapautettiin esitteen laatimisesta kokonaan.¹⁰⁷ EU:n tavoitteena oli yksinkertaistaa esitteen julkaisuvelvollisuuden aiheuttamia vaatimuksia, mutta samalla turvata sijoittajille tarvittavat tiedot arvopaperista ja liikkeeseenlaskijasta. Asetus toi muutoksia myös esitteen sisältövaatimuksiin, joita pyrittiin selkeyttämään ja supistamaan. Käytännössä haluttiin aikaansaada lyhyemmät ja yksinkertaisemmat esitteet.¹⁰⁸ Asetuksen myötä pienet annit vapautettiin esitteen laatimisvelvollisuudesta. Mikäli yhtiön Euroopan talousalueella tarjotut annit vuoden aikana yhteensä alittavat 8 miljoonaa euroa, esitettä ei tarvitse laatia täysimääräisenä. Yli miljoonan euron anneissa yhtiö julkaisee kuitenkin perustietoasiakirjan.¹⁰⁹ Esitesääntely on harmonisoitu Euroopan Unionissa esiteasetuksen avulla, ja sääntelyn tavoitteena on turvata sijoittajalle listautuvan yhtiön ja listattavan arvopaperin osalta ne tiedot, jotka ovat tarpeen perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Esitedirektiivin ja -asetuksen myötä EU:n alueella on mahdollistettu myös ns. Europassi. Se tarkoittaa sitä, että jos esite on hyväksytty jollakin jäsenmaan rahoitusmarkkinalla, voi yhtiö käyttää sitä myös muiden maiden pääomamarkkinoilla arvopapereita tarjotessaan.¹¹⁰

¹⁰⁶ Pörssisäätiö 2016: 23

¹⁰⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129

¹⁰⁸ Eurooppa Neuvosto 2018

¹⁰⁹ Ks. AML 3:2

¹¹⁰ Parkkonen & Knuts 2014: 72, 85

Listautuva yhtiö laatii esitteen yleensä yhteistyössä listautumisen järjestäjän ja neuvonantajien kanssa. AML 4:1 mukaan liikkeeseenlaskijan ohella toimeksiannon järjestäjä on myös vastuussa esitteen laatimisesta ja julkaisemisesta. Eli riittävien ja oleellisten tietojen esiin tuominen esitteen kautta on myös listautumisen pääjärjestäjän intresseissä. Esite ja sen sisältö tulee hyväksyttäväksi Finanssivalvonnalla, ennen kuin sen saa julkaista. Listautuva yhtiö hakee esitteen hyväksymistä Finanssivalvonnalta kirjallisesti, ja maksaa käsittelypalkkion. Mikäli esitteessä on puutteita, sitä voidaan joutua korjaamaan Finanssivalvonnan ohjeiden mukaisesti. Ensi kertaa listautuvan yhtiön tulee toimittaa esitteen tarkistuksen yhteydessä myös listautumisantia varten laadittu markkinointimateriaali Finanssivalvonnalle.¹¹¹ Finanssivalvonta ylläpitää esiterekisteriä, johon se lisää kaikki hyväksytyt ja julkaistut esitteet. Rekisterissä säilytetään esitteitä siten, että ne ovat pyydettyä myös ESMAn saatavilla.

Kun listalleottoesite on hyväksytty, se tulee liittää Helsingin Pörssille jätettävään listalleottohakemukseen. Esitettä on myös mahdollista hyödyntää listalleottokomitealle tehtävässä yhtiöesittelyssä. Eli esite voi toimia hyödyllisenä työkaluna listautumisprosessissa myös muutenkin kuin pelkästään tiedonvälittäjänä sijoittajille. Ennen kaikkea esite luo pohjan listautumisen jälkeiselle pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudelle.¹¹²

4.2.2 Esitteen sisältö

Esitteestä tulee käydä ilmi ne tiedot, jotka sijoittaja tarvitsee voidakseen tehdä perustellun päätöksen liikkeeseenlaskijasta ja tarjottavasta arvopaperista. Esite on siis asiakirja, jossa yhtiö antaa sijoittajille tietoa yhtiön toiminnasta ja taloudellisesta tilanteesta, tulevaisuudennäkymistä ja tuloksesta sekä arvopaperiin ja sen arvoon vaikuttavista asioista. Esitteen kautta sijoittaja voi tutustua yhtiön taloudelliseen

¹¹¹ Finanssivalvonta 2019

¹¹² Pörssisäätiö 2016: 9-11, 23

tilanteeseen, omistusrakenteeseen, yhtiön osakkeeseen ja hyödyntää tietoja arvioidessaan arvopaperin potentiaalia sijoituskohteena.¹¹³

Esitteen sisältö- ja muotovaatimukset on määritelty EU:n Komission delegoidussa asetuksessa 2019/980. Esite voidaan julkaista joko yhtenä kokonaisuutena, tai kolmessa eri osassa. Nämä kolme osaa ovat rekisteröintiasiakirja, arvopaperiliite ja tiivistelmä. Kunkin osan sisällölle on asetettu vaatimuksia esiteasetuksessa. Ensimmäinen osa, eli rekisteröintiasiakirja sisältää tiedot arvopaperin liikkeeseenlaskijasta, eli listautuvasta yhtiöstä. Arvopaperiliite taas sisältää nimensä mukaisesti tiedot liikkeeseen laskettavasta arvopaperista, eli merkittäväksi tarjottavasta osakkeesta. Tiivistelmäosaan täytyy sisällyttää selkeästi ja ymmärrettävästi ne tiedot, jotka yhdessä muun esitteessä julkaistun tiedon kanssa auttavat sijoittajaa tekemään perustellun päätöksen arvopaperista. Sen tulee myös nimensä mukaisesti olla tiivis, sillä sen enimmäispituudeksi on määritelty seitsemän A4-kokoista sivua. Tiivistelmien tulee olla vertailukelpoisia, joten kaikkien listautuvien yhtiöiden tulisi laatia ne harmonisoitujen kriteerien mukaisesti. Esite on laadittava suomen tai ruotsin kielellä, mutta Finanssivalvonnan poikkeusluvalla voi hakea lupaa johonkin muuhun kieleen. Tärkeintä esitteessä on se, että se kertoo tiedot listautuvasta yhtiöstä ja sen arvopaperista helposti ymmärrettävällä ja selkeällä tavalla. Esiteasetuksella on pyritty yhdenmukaistamaan esitteitä, jotta sijoittajat saavat yhtiöistä vertailukelpoista tietoa. Tiedot eivät luonnollisestikaan voi olla täysin identtisiä eri yhtiöiden välillä, sillä esitteen sisältöön vaikuttaa väistämättä yhtiön ja sen toimialan erityispiirteet.¹¹⁴

Esitteeseen tulee sisällyttää myös historiallisia taloustietoja, vähintään kahden edellisen tilikauden tilinpäätöstiedot. Näiden tietojen tulee olla laadittu ja esitetty samojen periaatteiden mukaisesti, kuin seuraavaksi julkaistava tilinpäätös. Eli edellä mainitun kolmen edellisen tilikauden tilinpäätöstietoihin liittyen niistä kaksi on julkaistava esitteessä.¹¹⁵

¹¹³ Eurooppa Neuvosto 2018

¹¹⁴ HE 111/2018 vp

¹¹⁵ Pörssisäätiö 2016: 19

4.3 Listautumisen markkinointi

4.3.1 Markkinointimateriaali

Tiedonantovelvollisuuden säännökset on laadittu siitä lähtökohdasta, että niiden tietoa hyödyntävällä sijoittajalla on hyvä yleinen tietämys taloudesta. Siksi suurin osa yhtiön julkaisemasta tiedosta on ns. asiantuntijaraportointia, joka on laadittu olettaen, että sen vastaanottaja ymmärtää sijoittamisen yleiset periaatteet ja esimerkiksi tilinpäätöksen rakenteen.¹¹⁶ Käytännössä kuitenkin kaikki piensijoittajat eivät ole perehtyneet arvopaperimarkkinoihin, sijoittamiseen tai tilinpäätöksiin niin perusteellisesti, joten tukea sijoituspäätöksiin haetaan tavanomaisesti myös muusta materiaalista. Erityisesti piensijoittajat voivat perustaa päätöksensä muuhunkin informaatioon kuin yhtiön julkaisemaan esitteeseen, vaikka sen perimmäinen tarkoitus onkin toimia sijoittajan päätöksenteon apuvälineenä. Siksi listautuvat yhtiöt julkaisevat yleensä listautuessaan muutakin materiaalia sijoittajien hyödynnettäväksi, jota tässä luvussa käsitellään markkinointimateriaalina.

Markkinointimateriaalin tarkoituksena on houkutella sijoittajia tutustumaan yhtiöön ja sen tarjoamaan osakkeeseen, sekä saada sijoittajat osallistumaan listautumisantiin. Käytännössä listautumisen yhteydessä julkaistavan markkinointimateriaalin voi siis ajatella olevan kuten mikä tahansa muukin markkinointijulkaisu. Esimerkiksi sijoitustarina ja markkinointiesite ovat sellaisia julkaisuja, joiden julkaisemista listautuvalta yhtiöltä ei erikseen vaadita AML:ssa, mutta jotka Helsingin Pörssiin listautuva yhtiö tavanomaisesti julkaisee. Markkinointiesitettä ei tule sekoittaa laissa säädettyyn esitteeseen. Listautuva yhtiö lisää markkinointiesitteeseen kirjallisen viittauksen siitä, että sen tiedot perustuvat erikseen julkaistuun listalleottoesitteeseen, ja että nämä kaksi ovat erillisiä asiakirjoja. Markkinointiesitteessä on tavanomaisesti myös merkintä, että kyseessä on tosiasiasa mainos. Sitä ei tarvitse hyväksyttää Finanssivalvonnalla samalla tavoin kuin virallinen listalleottoesite, mutta listautumisen yhteydessä julkaistava markkinointimateriaali toimitetaan läpikäytäväksi esitteen yhteydessä. Finanssivalvonta voi kommentoida myös markkinointimateriaalia tai

¹¹⁶ Huovinen 2004: 136

huomauttaa mikäli huomaa yhtiön julkaisemien tiedotteiden sisältävän harhaanjohtavaa markkinointia. Siihen puututaan siis vain virheellisten tai harhaanjohtavien tietojen osalta. Siksi muussakin materiaalissa kuin varsinaisessa listalleottoesitteessä julkaistavien tietojen täytyy olla AML:n yleisten periaatteiden mukaisia. Markkinointiesite ei saa sisältää totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, ja tällaisia tietoja julkaistessa yhtiön täytyy noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Lisäksi tietoja on pidettävä sijoittajien saatavilla riittävästi ja tasapuolisesti.¹¹⁷ Listautumisprosessin aikana tehtävässä markkinointiviestinnässä tulee huomioida myös MAR:in vaatimukset.

Tutkielmaa varten on selattu pintapuolisesti viime vuosina Helsingin Pörssiin listautuneiden yhtiöiden julkaisemia markkinointiesitteitä, jotka ovat saatavilla internetissä. Niistä voi selkeästi huomata panostukset niiden visuaalisuuteen ja selkeyteen. Markkinointiesitteet on tehty miellyttävän näköisiksi, kiinnostaviksi ja helppolukuisen oloisiksi esitteiksi. Tarkoituksena lienee luonnollisesti sijoittajien houuttelemisen. Esitteissä on käytetty paljon kuvia, kaavioita ja havainnollistavia korostuksia, jotta halutut asiat tulevat selkeästi ilmi. Lukijaan on pyritty vetoamaan myös mieleenpainuvilla lausahduksilla, joita tavanomaisesti markkinoinnissa käytetään. Perinteinen piensijoittaja, jolla ei ole ammattimaista kokemusta sijoittamisesta, kokee markkinointiesitteen todennäköisesti miellyttävämmäksi kuin varsinaisen AML:n mukaisen listalleottoesitteen.

4.3.2 Sijoitustarina & markkinointitapahtumat

Sijoitustarina, jota kutsutaan myös vieraskielisen nimityksen mukaan equity storyksi, perustuu sekin esitteen informaatioon, ja se on suunnattu nimensä mukaisesti sijoittajille. Tarinan avulla sijoittajille viestitään listautumisen tavoitteet ja se, miksi ja miten yhtiö haluaa pörssiin. Sijoitustarinassa kerrotaan myös usein osakeannilla kerättävän pääoman käyttötarkoituksesta. Eli siitä, aikooko yhtiö käyttää annissa saatavat varat esimerkiksi johonkin investointiin, velkojen maksuun vai yhtiön kasvun

¹¹⁷ Pörssisäätiö 2016: 27 & Häyrynen & Kajala 2013: 48-58

tavoitteluun. Varsinaisessa esitteessä julkaistavan taloudellisen informaation avulla yhtiö voi sijoitustarinassaan perustella ja avata tarkemmin yhtiön strategiaa ja suunnitelmia tulevaisuuden varalle. Sijoitustarina kannattaakin rakentaa niin, että taloudelliset tiedot tukevat sitä.¹¹⁸ Sijoitustarinan voi ajatella vastaavan kysymykseen siitä, miksi juuri tähän yhtiöön kannattaisi sijoittaa. Mikä tekee kyseisestä yhtiöstä paremman tai kannattavamman sijoituskohteen verrattuna sen kilpailijoihin? Yhtiön potentiaali tuottaa tulosta ja kasvua tulevaisuudessa täytyy perustella sijoittajille. Sijoitustarinaa tuodaan esille tavanomaisesti ns. roadshow-tapahtumissa. Niissä listautuva yhtiö pyrkii tavoittamaan fyysisesti niin instituutio- kuin piensijoittajiakin ja markkinoimaan listautumisantia. Tapahtumat räätälöidään kohderyhmän, eli sijoittajien mukaan. Yhtiö voi hyödyntää roadshow-esittelyihin luomaansa materiaalia myöhemmin pörssi-yhtiön tiedonantovelvollisuutta täyttäessään. Joten listautumisvaiheessa huolellisesti tehty työ kannattaa, sillä sitä on mahdollista hyödyntää pohjana tulevaisuudessa.¹¹⁹ Roadshowt ovat osa listautumisen markkinointia. Yhtiön tavoitteista riippuen niitä voidaan järjestää sekä kotimaassa että kansainväliselläkin tasolla, mikäli halutaan tavoittaa myös ulkomaisia sijoittajia. Tavallisesti tapahtumaan osallistuvilla sijoittajilla on ollut jo etukäteen saatavillaan virallinen listalleottoesite, joten tapahtumassa yhtiö keskittyy esittelemään yhtiötä muuten kuin vain toistamalla esitteen sisältöä. Yhtiön kannattaa roadshow-esityksessä siis keskittyä juuri sijoitustarinaan ja yleisön vakuuttamiseen yhtiöstä sijoituskohteena.¹²⁰

Vaikka sijoitustarina on vapaamuotoinen, on siinä noudatettava sisällön osalta tiedonantovelvollisuuden vaatimuksia ja yleisiä arvopaperimarkkinaoikeudellisia periaatteita. Sen tiedot eivät saa olla harhaanjohtavia tai totuudenvastaisia. Sijoitustarinan tarkoituksena on viestiä sijoittajalle listautuvan yhtiön strategiaa ja sitä, mikä tekee yhtiöstä sijoittamisen arvoisen. Se luodaan listautuvan yhtiön ja sen liiketoiminnan mukaisesti, ja siinä voidaan tuoda esille yhtiön erityispiirteitä, sillä sen sisältö ei ole yhtä tarkoin määritelty kuin listalleottoesitteen. Sijoitustarina tarjoaa myös mahdollisuuden tuoda sijoittajien tietoon sen, miksi juuri kyseinen yhtiö olisi hyvä

¹¹⁸ Pörssisäätiö 2016: 13

¹¹⁹ Virtanen, 2010: 91

¹²⁰ Pörssisäätiö 2016: 27

sijoituskohde ja miten se eroaa mahdollisista kilpailevista yhtiöistä. Teoreettisesti sijoittajat pyrkivät sijoittamaan varojaan sellaisiin yhtiöihin, joilla on jokin kilpailuetu suhteessa muihin saman alan yhtiöihin. Siksi sijoitustarina sisältää yleensä kertomuksen siitä, miten yhtiö tekee voittoa juuri kyseisellä liiketoimintamallillaan, ja kuinka se luo arvoa omistajilleen. ¹²¹ Pörssisäätiön julkaisemassa Pörssilistautujan käsikirjassa on jaoteltu kattavasti sijoitustarinan sisältämät peruselementit otsikoittain, josta voi olla apua sijoitustarinaa laativalle listautuvalle yhtiölle.

¹²¹ Evli Pankki, Kangasniemi 2017

5 Tiedonantovelvollisuuden merkitys listautuvalle yhtiölle

Tässä kappaleessa on tarkoituksena koota tiivistetysti tiedonantovelvollisuuden merkitys listautuvalle yhtiölle itselleen. Listautuva yhtiö on ensisijaisesti tiedon tuottaja ja julkaisija, mutta tutkielman perusteella yhtiö voi itsekin hyötyä siitä. Ensisijaisesti tiedonantovelvollisuus on vaatimus, joka tulee täyttää listautumisen onnistumiseksi. Sen voi ajatella eräänlaiseksi testiksi, jolla selvitetään yhtiön mahdollisuudet toimia pörssi-yhtiönä. Pelkkien vaatimusten lisäksi tiedonantovelvollisuus tarjoaa mahdollisuuden kehittää sijoittajaviestintää ja panostaa sijoittajasuhdetoimintaan. Ja lopuksi yhtiön julkaisema informaatio mahdollistaa myös oman toiminnan seuraamisen ja arvioinnin, ja näin ollen kehittämisen. Eli tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä myös arviointivälineenä yhtiön liiketoiminnalle.

Kuten Pörssi on säännöissään määrännyt, listautumisen edellytyksenä on se, että yhtiö on järjestänyt ennen sitä hallintonsa, raportointinsa ja sen seurannan niin, että se pystyy tuottamaan markkinoille luotettavaa, täsmällistä ja ajantasaista tietoa.¹²² Ilman tiedonantovelvollisuuden täyttämistä yhtiötä ei siis voida listata pörssiin eikä sen osakkeita voida ottaa julkisen kaupan käynnin kohteeksi. Itsestään selvä hyöty tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä on siis koko prosessin onnistuminen. Tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä nimensä mukaisesti ensisijaisesti yhtiöön kohdistuvana velvollisuutena tai vaatimuksena. Listautuva yhtiö kuitenkin itse päättää, miten se tähän pakolliseen velvollisuuteen suhtautuu. Tämän tutkielman perusteella näyttäisi siltä, että yhtiön kannattaa panostaa listautumisvaiheessa tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen ja sen perusteiden luomiseen. Hyvin luotu perusta ja tiedonantopolitiikka helpottavat informaation tuottamista markkinoille tulevaisuudessa. Koska tiedonantovelvollisuuden täyttäminen vaatii yhtiöltä panostuksia ja resurssien kohdistamista joka tapauksessa, yhtiön kannattaa pyrkiä luomaan mahdollisimman tehokkaat ja toimivat puitteet tiedon tuottamiseen. Julkaistavaan informaatioon kohdistuvat vaatimukset ja pörssi-yhtiön julkaiseman tiedon määrä verrattuna listaamattomaan yhtiöön ovat huomattavasti suurempia. Vaikka

¹²² Pörssisäätiö 2019: 19

listautuessaan yhtiön täytyy julkaista esite ja tilinpäätökset, jotka vaativat paljon työtä, niiden avulla yhtiö voi varmistua siitä, että se pystyy vastaamaan tiedonantovelvollisuuden vaatimuksiin. Samalla prosessi tarjoaa loistavan mahdollisuuden luoda perusteet sijoittajaviestinnälle ja tiedottamiselle. Tiedonantovelvollisuutta listautumisprosessissa voi siis ajatella myös eräänlaisena testinä yhtiön raportoinnille ja tiedottamiselle sekä mahdollisuuksille toimia pörssiyhtiönä.

Listautumisen myötä media ja tiedotusvälineet alkavat kiinnittää suurempaa huomiota yhtiön toimintaan. Julkisuus ja uutisointi voivat tuoda mukanaan hyötyjä ja arvokasta tunnettavuutta, mutta huomio kohdistuu yhtä lailla myös negatiivisiin tapahtumiin. Pörssiyhtiö ei voi valita tiedotuksensa aiheita, ja näin keskittyä ainoastaan yhtiön kannalta positiivisiin asioihin. Sen on viestittävä markkinoille myös sellaisista seikoista, jotka voivat vaikuttaa yhtiöön ja liiketoimintaan negatiivisesti. Tärkein kriteeri tiedottamisessa on se, että yhtiö tiedottaa kaikista sellaisista asioista, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hintaan. Listaamattomaan yhtiöön ei kohdistu samanlaisia vaatimuksia, joten sellaisilla yhtiöillä on erilainen valta vaikuttaa siihen, miten ne uutisoivat yhtiön toiminnasta ja tilanteesta. Uutismediat perustavat julkaisunsa aina yhtiöiden pörssitiedotteisiin ja muihin julkaisuihin, joiden kautta tieto tavanomaisesti kulkeutuu sijoittajille. Myös yhtiön omasta aktiivisesta tiedottamisesta on hyötyä, sillä se voi suoraan parantaa yhtiön osakkeen likviditeettiä. Läpinäkyvä ja ajantasainen tiedottaminen vahvistavat osakkeen todenmukaista hinnanmuodostumista. Sijoittajan kannalta on järkevää sijoittaa osakkeeseen, jonka saa tarpeen vaatiessa helposti realisoitua rahaksi pörssissä. Osakkeen likviditeetti on tavanomaisesti sijoittajien mielestä houkutteleva ominaisuus, ja voi jopa kannustaa tekemään myöhemmin lisäsijoituksiakin yhtiöön, mikäli sijoittaja uskoo yhtiöön.¹²³

Tiedonantovelvollisuus ja sijoittajaviestintä ovat tiedottamisen elementteinä kietoutuneet yhteen. Sijoittajaviestinnän tai sijoittajasuhdetoiminnan, kuten sitä myös kutsutaan, tarkoituksena on tarjota sijoittajille tietoja, joiden perusteella he voivat

¹²³ Virtanen 2010: 91-93, 95-96

arvioida listautuvaa yhtiötä ja sen tarjoamaa osaketta sijoituskohteena. Tiedonantovelvollisuuden vaatimusten täyttäminen on keskeinen osa sijoittajaviestintää, vaikka siihen kuuluu toki muutakin, ns. ylimääräistä tiedottamista ja sijoittajasuhteisiin liittyvää yhteydenpitoa. Tiedonantovelvollisuudella on siis tärkeä rooli myös listautuvalle yhtiölle itselleen, sillä sijoittajille ja muillekin sidosryhmille annettu informaatio vaikuttaa siihen, millainen mielikuva yhtiöstä pörssissä syntyy. Muodostunut mielikuva vaikuttaa edelleen osakkeen hinnanmuodostukseen ja siten yhtiön arvonmuodostukseen, mutta se voi vaikuttaa myös yhteistyökumppaneiden ja velkojien suhtautumiseen yhtiöön.¹²⁴ Listautumisvaiheessa panostukset informaation laatuun ja mahdollisimman tehokkaaseen tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen voivat siis vaikuttaa suurestikin yhtiöstä markkinatoimijoille syntyvään mielikuvaan. Listautumisprosessin yhteydessä yhtiölle syntyy tiedottamisesta ikään kuin uusi funktio tai osa-alue sisäiseen toimintaan, johon tulisi kiinnittää erityistä huomiota.

Vaikka tiedonantovelvollisuuden kohteena ovatkin ensisijaisesti sijoittajat, listautuva yhtiö voi hyödyntää julkaisemaansa informaatiota itsekkin. Esimerkiksi aiempien tilikausien tilinpäätökset toimivat tyyppillisesti vertailukohteena budjetoinnissa ja taloudellisen toiminnan suunnittelussa. Myös toimintakertomuksissa esitetyt riskiarviot ja muut laadulliset raportit voivat tarjota yhtiölle mahdollisuuden tunnistaa konkreettisemmin liiketoimintaansa liittyviä riskejä ja varautumista niihin. Osavuosikatsauksia yhtiö voi hyödyntää jatkuvan taloudellisen suoriutumisen ja liiketoiminnan kehityksen seuraamisessa. Koska osavuosikatsaukset ja puolivuotiskatsaukset julkaistaan vain tilikauden jostakin osasta, ne tarjoavat lyhyemmän ja tiiviimmän seurantamahdollisuuden. Myös listaamattomat yhtiöt kokoavat omaan käyttöönsä taloudellisia katsauksia esimerkiksi kvartaaleittain ja puolivuositain, mutta pörssiyhtiöltä vaadittava taloudellinen raportointi on huomattavasti suurempaa ja säännöllisempää. Vaatimukset kuitenkin varmistavat sen, että taloushallinto on jatkuvasti ajan tasalla ja raportteja seurataan. Tämä voi tuoda yhtiölle hyötyä siinä muodossa, että mahdollisiin ongelmakohtiin ja muuttuviin tilanteisiin voidaan puuttua hyvinkin nopeasti, kun asioista ollaan jatkuvasti selvillä.

¹²⁴ Kariola, Niemelä & Angervuo 2004: 21

Listautuvan yhtiön tulisi luoda taloudelliselle raportoinnille sellaiset periaatteet, joiden mukaan se pystyy tuottamaan jatkuvasti tietoa markkinoille. Periaatteisiin tulisi kiinnittää huomioita niiden luomisvaiheessa, sillä mahdollisimman tehokkaan raportoinnin avulla yhdellä tilinpäätöksellä voidaan vastata niin sijoittajien, yhtiön johdon ja muidenkin sidosryhmien tarpeisiin.¹²⁵

Helsingin Pörssillä on olemassa tarkkailulista, jonka kautta se voi informoida markkinoita jostakin kyseistä yhtiötä tai sen arvopaperia koskevasta seikasta. Yksi syy tarkkailulistalle joutumiselle voi olla yleisten listalleottoedellytysten täyttämättä jääminen. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuutta rikkova yhtiö voidaan siirtää tarkkailulistalle, ja näin informoida sijoittajia siitä. Puutteiden on kuitenkin oltava merkittäviä. Tarkkailulistalle siirtämisen tarkoituksena on viestiä sijoittajille, että yhtiön arvopaperin kaupankäyntiin on kiinnitettävä erityistä huomiota jonkin erityisen seikan takia. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi synnyttää tarpeen varovaisuuteen osakkeen kaupankäynnissä.¹²⁶ Tarkkailulistan lisäksi Helsingin Pörssillä on kurinpitolautakunta. Kurinpitolautakunta käsittelee pörssin vireille saattaman rikkomuksen, joka kohdistuu pörssiyhtiön toimesta lainsäädäntöön, pörssin sääntöihin tai hyvään arvopaperimarkkinatapaan. Käytännössä siis tiedonantovelvollisuuteen liittyvä rikkomus voi tulla käsiteltäväksi kurinpitolautakunnassa. Lautakunnalla on oikeus määrätä varoituksen sekä kurinpitomaksun, mikäli se katsotaan tarpeelliseksi. Tämä seuraamusmaksu voi olla maksimissaan puoli miljoonaa euroa. Vähäisissä rikkomuksissa yhtiölle voidaan antaa pelkkä huomautus.¹²⁷ Käytännössä tarkkailulista ja kurinpitolautakunta toimenpiteinä realisoituvat yhtiölle yleensä vasta listautumisen jälkeen, mutta niiden toiminta on tärkeä tiedostaa, sillä pörssiyhtiön velvollisuudet astuvat voimaan heti, kun listalleottohakemus jätetään pörssille.

¹²⁵ Ks. Esim. Haaramo, Palmuaro & Peill 2018: 55-57, 296

¹²⁶ Nasdaq Helsinki 2019: 23

¹²⁷ Nasdaq Helsinki 2019: 95

6 Johtopäätökset

6.1 Tiedonantovelvollisuuden monipuolinen merkitys

Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn taustalla vaikuttavat tutkielmassa käsitellyt arvopaperimarkkinoilla toimivat sidosryhmät. Ensinnäkin sääntelyllä pyritään turvaamaan sijoittajansuojaa. Riittävä informaatio mahdollistaa järkevien sijoituspäätösten tekemisen sekä markkinoiden tehokkaan ja luotettavan toiminnan. Toisaalta, arvopaperimarkkinoiden lainsäädännön tavoitteena on myös helpottaa markkinapaikkojen toimintaa Suomessa ja huomioida valvontaviranomaisten työskentely. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä on pyritty luomaan perusteet, joita noudattaen yhtiöt viestivät omasta tilanteestaan markkinoille, joiden valvonta puolestaan on valvontaviranomaisten tehtävä. Kolmanneksi lainsäädännön tavoitteena on turvata kilpailukykyiset markkinat ja poistaa turhan raskaita vaatimuksia markkinoille pääsystä eli listautumisesta. Tiedonantovelvollisuus on siis kaikkien näiden tavoitteiden ja päämäärien keskiössä. Sen tavoitteena on pyrkiä poistamaan informaation epäsymmetriaa, eli saavuttamaan tasapaino sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan edun välillä. Listautumisessa jonkin tiedon julkistamatta jättäminen voi aiheuttaa informaation epäsymmetriaa osapuolen välillä. Onnistuneen listautumisen jälkeen sisäpiiritiedon julkistamattomuus voi aiheuttaa samaa epäsymmetriaa. Pörssi-yhtiöillä on usein hallussaan tietoa, joka tulee julkistamisen jälkeen vaikuttamaan osakkeen arvonmuodostukseen, mutta jota ei sen epävarmuuden tai keskeneräisyyden vuoksi voida vielä markkinoille tiedottaa. Listautumisprosessissa asetelma on hieman erilainen. Siinä listautuva yhtiö pyrkii tarjoamaan sijoittajille mahdollisimman paljon tietoa yhtiön toiminnasta. Listautumisessa sijoittajille tarjottavan tiedon määrä pyritään maksimoimaan, kuitenkin huolehtien tiedon oleellisuudesta ja oikeellisuudesta.¹²⁸

Tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä tasapainotteluna sijoittajan suojan ja listautuvan yhtiön edun välillä. Ihanteellisessa tasapainopisteessä tiedonantovelvollisuuden vaatimuksin turvataan riittävä informaatio sijoittajien

¹²⁸ Virtanen 2010: 27

päättösten tueksi, mutta samalla karsitaan turhan raskaat vaatimukset yhtiölle. Näin listautumisen tulisi palvella listautuvaa yhtiötä ja osakeantiin osallistuvia sijoittajia mahdollisimman tehokkaasti sekä mahdollistaa viranomaisten kaupankäynnin valvonta markkinoilla. ¹²⁹ Lainsäädännön kohtuulliset vaatimukset voivat jopa kannustaa yhtiöitä hakeutumaan pörssiin. Listautuminen saattaa näyttäytyä joillekin pienemmille yhtiöille liian kalliina ja työläänä prosessina, jos sen vaatimukset ovat raskaat ja ulottuvat laajalle yhtiön toimintaan. Vaikka viime vuosina on syntynyt uusia, pörssin ulkopuolisia rahoitusmuotoja, on sen asemaa rahoituskanavana vaikea syrjäyttää. Lisäksi listautuminen tuo mukanaan muitakin hyötyjä rahoituksen saannin lisäksi, joita esimerkiksi joukkorahoitus ei välttämättä tarjoa. Listautumisen myötä rahoituksen hankkiminen tulevaisuudessa on helpompaa listattuna yhtiönä, tiedonantovelvollisuus tuo mukanaan tunnettavuutta ja parantaa yhtiön näkyvyyttä yleisölle ja lisäksi osake ja yhtiö saa jatkuvan arvonmäärityksen. ¹³⁰

Kuten kolmannessa kappaleessa todettiin, tiedonantovelvollisuudella on melko erilainen merkitys yhtiön eri sidosryhmille. Merkityksen ja sen vaihtelun voi tiivistää kolmeen kriteeriin; tiedon säännönmukaisuus ja muodollisuus, tiedon laatu ja sekä tiedon vertailukelpoisuus. Nämä kriteerit korostuvat eri sidosryhmien käsitellessä listautuvan yhtiön julkaisemaa informaatiota. Jako ei ole tyhjentävä, mutta auttaa jäsentämään tiedonantovelvollisuuden monipuolisuutta ja sen merkitystä eri sidosryhmien näkökulmasta. Valvontaorganisaatiot, eli Finanssivalvonta ja Helsingin Pörssi pitävät huolen, että yhtiön julkaisema tieto täyttää kaikki sille asetetut kriteerit ja vaatimukset. Finanssivalvonnan täytyy konkreettisesti antaa hyväksyntä listalleottoesitteelle, ennen kuin se voidaan julkaista. Pörssi puolestaan käy läpi kaikki listautuvan yhtiön edellytykset toimia pörssiyhtiönä, joista suuri osa liittyy yhtiön tiedottamiseen ja hallintoon. Listautuvan yhtiön hallinto vastaa tiedonantovelvollisuudesta ja sen järjestämisestä, joten nämä kaksi seikkaa ovat tiiviissä liitoksessa toisiinsa. Mikäli kaikki edellytykset täyttyvät, pörssi hyväksyy yhtiön listalle ja osakkeet kaupankäynnin kohteeksi. Valvontaviranomaisten näkökulmasta on siis tärkeintä, että listautuvan yhtiön tieto täyttää kaikki sille asetetut vaatimukset ja

¹²⁹ HE 32/2012: 35, 61, 75

¹³⁰ Korkeamäki & Koskinen 2009: 9-12

tarjoaa sijoittajille heidän tarvitsemansa informaation. Valvontaviranomaiset myös osaltaan turvaavat muiden sidosryhmien riittävää tiedonsaantia ja puuttuvat huomaamiinsa epäkohtiin, jotka voisivat vaikuttaa haitallisesti muiden päätöksentekoon.

Sijoittajille tärkein on tiedonantovelvollisuuden toinen kriteeri, eli tiedon laatu. Laatuun sisältyy myös tiedon oikeellisuus. Sijoittajille kaikista oleellisinta on informaation sisältö, sillä sijoittajat tekevät sen perusteella konkreettisia sijoituspäätöksiä. Päätös voi olla myös jättää kokonaan osallistumatta listautumisantiin, mutta silloinkin järkevä sijoittaja perustaa päätöksensä yhtiön julkaisemaan informaatioon. Jos tieto ei anna totuudenmukaista kuvaa yhtiön taloudellisesta tilanteesta ja kehitysnäkymistä, sijoittaja saattaa osallistua antiin virheellisin perustein. Osakkeelle saattaa muodostua valheellinen hinta, joka aiheuttaa varojen ohjautumisen vähemmän tuottaviin kohteisiin. Tämä taas ainakin teoreettisesti heikentää sijoittajien luottamusta markkinoihin, tai vähintäänkin kyseiseen yhtiöön.¹³¹

Sijoittajat eivät tutki siis tietoa lain vaatimusten näkökulmasta. Sen sijaan sijoittaja hyödyntää varsinaista tietoa sen sisällön perusteella, ja tekee päätöksiä esimerkiksi yhtiön julkaisemien tilinpäätöstietojen perusteella. Käytännössä juuri yhtiön julkaisema taloudellinen informaatio on sijoittajan näkökulmasta yksi tärkeimmistä tiedon elementeistä. Tilinpäätökset ja taloudelliset katsaukset ovat sijoituspäätöstä tehtäessä keskeinen lähde sen pohdintaan, onko listautumisantiin osallistuminen kannattavaa.¹³² Toisin kuin Finanssivalvonta, sijoittaja ei anna yhtiölle huomautusta, mikäli huomaa, ettei yhtiö ole soveltanut kirjanpidossaan jotakin IFRS-standardia. Toki sijoittaja vois ilmaista huolensa tästä esimerkiksi Pörssin markkinavalvonnalle, mutta käytännössä tämä johtaisi yleensä enemmän siihen, että sijoittajan päätöksenteko vääristyy. Tällöin sijoittaja saattaa päätyä merkitsemään osaketta saamansa tiedon valossa, koska ajattelee sen olevan tuottoisa sijoitus. Sen sijaan, jos sijoittajalle olisi ollut käytettävissään täysin IFRS-standardien mukainen tilinpäätös, hän olisi voinut

¹³¹ Huovinen 2004: 3-4

¹³² Haaramo, Palmuaro & Peill 2018: 15

todeta sijoituksen olevan omaan sijoitusstrategiaansa liian riskialtis, ja jättää osallistumatta merkintäantiin.

Myös tiedon vertailukelpoisuus on sijoittajille tärkeää, sillä sijoittaja joutuu aina punnitsemaan eri sijoitusvaihtoehtojen välillä sitä, mihin niistä varansa sijoittaa. Sijoituskohteet ikään kuin kilpailevat keskenään sijoituksista, joten tietojen tulisi olla mahdollisimman yhtenevästi samojen periaatteiden mukaisesti laadittuja. Kolmas kriteeri, tiedon vertailukelpoisuus korostuu myös viimeisen sidosryhmän eli analyytikoiden ja median näkökulmasta. Erityisesti analyytikoiden roolissa tiedon tasalaatuisuus ja yhdenmukaisuus ovat tärkeitä. Esimerkkinä listautuvien yhtiöiden tilinpäätösten voi ajatella olevan analyytikon työssä tietynlaista raaka-ainetta, josta työstetään erilaisia analyyseja ja laskelmia. Tämän raaka-aineen tulisi olla mahdollisimman hyvälaatuista ja eri yhtiöiden tilinpäätökset samojen kriteerien mukaisesti laadittuja, jotta analyysit ovat keskenään vertailukelpoisia. Sijoittajat eivät tyypillisesti sijoita kaikkiin markkinoilla oleviin yhtiöihin, vaan hajauttavat varansa muutamiiin eri kohteisiin. Sijoittajat saattavat verrata kahden eri yhtiön tietoja keskenään ja löytää niistä kannattavamman sijoituskohteen. Siksi myös analyytikoiden työstämien analyysien raaka-aineiden eli informaation tulisi olla keskenään samojen periaatteiden mukaisesti laadittu. Listautuvan yhtiön julkaiseman tiedon tulee noudattaa arvopaperimarkkinalain ja kirjanpitolain sekä muiden vallitsevien normien periaatteita.

Listautuvan yhtiön sidosryhmät eivät ainoastaan hyödynnä tietoa eri tavoin, vaan tutkielmaa tehdessä on käynyt ilmi, että esimerkiksi piensijoittajat ja instituutiosijoittajat tavanomaisesti hyödyntävät konkreettisesti eri informaatiolähteitä sijoituspäätöstensä tueksi. Listautumisessa tiedonantovelvollisuus kulminoituu listalleottoesitteeseen. Se luo myös perustan pörssi-yhtiön tiedonantovelvollisuudelle. Esitteeseen yhtiö kokoaa olennaiset tiedot yhtiöstä itsestään, listautumisen tavoitteista sekä kaupankäynnin kohteeksi tarjottavasta arvopaperista. Muu julkaistava materiaali, esimerkiksi tilinpäätökset ja toimintakertomus, tukevat esitteen informaatiota ja antavat lisätietoa. Finanssivalvonta antaa hyväksynnän vain yhtiön laatimalle listalleottoesitteelle, vaikka monet piensijoittajat priorisoivat tiedonhankintansa yhtiön

julkaisemaan markkinointiesitteeseen tai muuhun materiaaliin. Täytyy kuitenkin huomioida, että vaikka myös markkinointimateriaali toimitetaan Finanssivalvonnan nähtäville, siihen puututaan vain mahdollisen harhaanjohtavan tai hyvän tavan vastaisen markkinoinnin osalta. Tämän havainnon voisi tiivistää siten, että listalleottoesite ja markkinointiesite palvelevat eri sidosryhmiä. Yhtiön julkaisema listalleottoesite tarjoaa eniten tietoa ammattimaisille sijoittajille sekä instituutiosijoittajille. Lisäksi sitä hyödyntävät analyytikot, jotka muokkaavat tietoa muiden toimijoiden käyttöön. Markkinointiesite taas on tavanomaisesti tiiviimpi ja helppolukuisempi kuin varsinainen esite, jonka takia piensijoittajat kokevat sen yleensä hyödyllisemmäksi. Markkinointiesitteen tiedot perustuvat kuitenkin listalleottoesitteeseen, joten sijoittajien eri lähteiden kautta hyödyntämä informaatio on pohjaltaan samaa.

Piensijoittajat saattavat myös perustaa sijoituspäätöksensä tunteisiin tai muihin tekijöihin puhtaasti rationaalisen informaation lisäksi, kun taas ammattimaisten sijoittajien voisi ajatella tutkivan listautuvaa yhtiötä ainoastaan taloudellisesti tuottoisana sijoituskohteena. Esimerkiksi sijoitustarina ja muu markkinointimateriaali voidaan rakentaa niin, että sillä luodaan sijoittajille myönteistä mielikuvaa yhtiöstä ja tarjotaan merkintääntä eräänlaisena mahdollisuutena osallistua kiinnostavan yhtiön kasvutarinaan. Piensijoittajat voivat helposti myös kiinnostua heille tutun toimialan yhtiöstä, esimerkiksi harrastusten tai kiinnostuksen kohteiden kautta. Listautuvan yhtiön tulee siis joka tapauksessa julkaista asianmukaiset tiedot sisältävä listalleottoesite, joka tarjoaa kaiken tarvittavan tiedon sijoituspäätöksen tekemiseksi. Yksinään esitteen ja siihen liitettyjen tietojen pitäisi siis periaatteessa tarjota kaikki tarvittava informaatio. Myös markkinointimateriaaliin kannattaa kuitenkin panostaa, ja on hyödyllistä suunnitella se esitteen tietoja tukevaksi julkaisuksi. Samoin sijoitustarina ja mahdolliset sijoittajatapaamiset kannattaa suunnitella huolella, jotta sijoittajat kiinnostuvat yhtiöstä. Kiinnostuksen pitäisi kuitenkin perustua faktatietoihin, eli sijoittajia ei voi houkutelaa harhaanjohtavilla tiedoilla. Sellaisten tietojen antaminen on AML:ssakin kielletty.

Koska tiedonantovelvollisuus on säädetty nimenomaan sijoittajien suojaamiseksi ja heidän informaatiotaan täydentämään, se näyttäytyy listautuvan yhtiön sidosryhmille eri tavoin. Valvovat organisaatiot, Helsingin Pörssi ja Finanssivalvonta, eivät hyödynnä yhtiön laatimaa tietoa sisällön perusteella sijoituspäätösten tekemiseen, kuten sijoittajat. Näiden toimijoiden ja sijoittajien erilaiset roolit arvopaperimarkkinoilla vaikuttavat luonnollisesti myös tiedonantovelvollisuuden hyödyntämiseen ja merkitykseen. Jos tiedonantovelvollisuutta ajattelee listautumisprosessissa loogisesti etenevässä ajanjaksossa, se syntyy listautuvan yhtiön laatiessa tietoa omasta historiasta, nykytilanteesta, toiminnasta ja tulevaisuudennäkymistä. Ensin yhtiö muokkaa tiedon lain vaatimusten mukaisesti muotoon, jossa sitä voidaan hyödyntää markkinoiden vaatimalla tavalla. Seuraavaksi valvontaorganisaatiot tarkastavat yhtiön julkaiseman tiedon, puuttuvat mahdollisiin epäkohtiin tai puutteisiin, joita havaitsevat. Kun tiedot vastaavat niille asetettuja kriteereitä, valvontaviranomaiset antavat tiedoille ja listautuvalle yhtiölle hyväksyntänsä. Lopuksi sijoittajat prosessoivat tiedon ja tekevät sen perusteella päätöksen siitä, onko yhtiöön sijoittaminen heille kannattavaa vai ei. Yhtiön julkaiseman tiedon rinnalla sijoittajat usein hyödyntävät muiden ammattilaisten luomia analyysejä ja katsauksia sijoituskohteista. Sijoituspäätökseen syntymiseen ei ole oikeaa tai väärää ratkaisua, sillä se riippuu kunkin sijoittajan tavoitteista, tietämyksestä ja sijoitusstrategiasta.

Edellä lueteltua kolmea kriteeriä on hankala asettaa tärkeysjärjestykseen, sillä siihen vaikuttaisi tietoa hyödyntävä sidosryhmä ja tiedon hyödyntäjän suhde listautuvaan yhtiöön. Markkinoiden kokonaisuuden kannalta tiedon vertailukelpoisuus on kuitenkin erittäin tärkeä tekijä arvopaperimarkkinoilla. Pörssiyhtiöiden omistusrakenteessakin näkyy kansainvälistymisen trendi, sillä ulkomaalaisten sijoittajien omistukset suomalaisista yhtiöistä ovat kasvaneet viime vuosina samoin kuin suomalaisten sijoittajien tekemät sijoitukset ulkomaisiin yrityksiin.¹³³ Tämä seikka osaltaan vahvistaa tiedonantovelvollisuuden vertailukelpoisuuden tärkeyttä. Yhtenäiset kriteerit tiedon julkaisemiseen mahdollistavat kansainvälisen sijoitustoiminnan ja rahoituksen

¹³³ Knüpfer & Puttonen 2018: 63-66

hankkimisen. Tiedonantovelvollisuuden raskaalla sääntelyllä pyritään turvaamaan vertailukelpoisen tiedon syntyminen. Erityisesti se korostuu säännöllisessä tiedonantovelvollisuudessa ja taloudellisessa raportoinnissa. Laadullisen informaation, esimerkiksi yhtiön riskien ja kehitysnäkymien osalta vertailu eri yhtiöiden välillä ei ole samalla tavalla mahdollista kuin tilinpäätösten osalta. Listautuvan yhtiönkin etuna on siis tuottaa kansainvälisten tilinpäätösstandardien mukaisia taloudellisia raportteja, sekä kansainvälisesti vertailukelpoisia tietoja sisältävä esite. Näin sen on mahdollista tarjota osakkeitaan listautumisannissa myös ulkomaisille sijoittajille.

6.2 Valmistautuminen tiedonantovelvollisuuden noudattamiseen pörssiyhtiönä

Listautumisprosessi on pörssiyhtiön elämänkaareissa eräänlainen valmistautumisvaihe. Prosessin aikana yhtiölle luodaan sellaiset resurssit ja toimintatavat, joilla se pystyy vastaamaan markkinoiden vaatimuksiin. Listalleottohakemuksen jättämisestä alkava tiedonantovelvollisuus, ja muutkin pörssiyhtiöön kohdistuvat vaatimukset, rakentuvat listautumisprosessin aikana tehtyjen perusteiden päälle. Siksi niihin panostaminen on olennaisessa roolissa onnistuneessa listautumisessa. Esimerkkinä voidaan pohtia IFRS-standardien mukaiseen kirjanpitoon siirtymistä. Jos listautuva yhtiö ei ole aiemmin noudattanut kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja kirjanpidossaan, voi työmäärä siirtymävaiheessa olla suuri. Se kannattaa kuitenkin tehdä perusteellisesti, sillä standardien virheellinen soveltaminen voi kostautua myöhemmin. Pörssin sääntöjen mukaan virheelliset tiedot täytyy oikaista, mikäli sellaisia on julkaistu.¹³⁴ Jos vaikkapa tilinpäätöksen laadinnassa on muutaman tilikauden ajan sovellettu virheellisesti jotakin standardia, sen oikaisu voi käydä työlääksi ja herättää epäluottamusta sijoittajissa virheen paljastuttua. Täytyy kuitenkin muistaa, että pörssiyhtiön tiedottaminen nykyisessä laajuudessaan vaatii jatkuvaa työskentelyä ja kehittämistä, eikä se synny itsestään listautumisen jälkeen, vaikka pohjatyö olisikin tehty hyvin. Siksi listautuvan yhtiön tulee luoda tiedonantopolitiikka, jonka turvin se voi hallinnoida tiedottamistaan listautumisen jälkeenkin. Toimiva tiedonantopolitiikka mahdollistaa ripeän ja oikea-

¹³⁴ Nasdaq Helsinki 2019: 10

aikaisen tiedottamisen esimerkiksi tulosvaroituksen tullessa ajankohtaiseksi. Läpinäkyvyyden vuoksi ja luottamuksen saavuttamiseksi on suositeltavaa julkaista tiedonantopolitiikka ja sen periaatteet myös sijoittajien hyödynnettäväksi yhtiön nettisivuille.¹³⁵

Listautuvan yhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämistä ovat viime kädessä vastuussa yhtiön hallitus ja toimitusjohtaja. OYL 6:2 mukaan yhtiön hallitukselle on säädetty yleistoimivalta yhtiön hallinnon ja toiminnan järjestämiseen. Sama toimivalta on annettu yhtiön toimitusjohtajalle hallituksen ohjeiden mukaisesti OYL 6:17. Lisäksi OYL 6:16 on määrätty pörssiyhtiön hallituksen vastuulle yhtiön raportointijärjestelmän valvominen. On erittäin tärkeää, että yhtiön johdossa on siis sellaisia henkilöitä, jotka tuntevat arvopaperimarkkinoiden ja pörssin toiminnan ja vaatimukset.¹³⁶ Listautumisprosessin alkuvaiheessa on hyvä selvittää, millaiset mahdollisuudet yhtiön nykyisellä johdolla on luotsata yhtiö läpi listautumisprosessista. Joskus voi olla tarpeen tuoda mukaan ulkopuolisia konsultteja neuvonantajien lisäksi, tai palkata suoraan yritykseen uutta henkilöstöä johdon tueksi. Esimerkiksi sijoittajaviestintä voi syntyä täysin uutena funktiona yhtiöön listautumisen myötä, johon olisi hyvä saada osaava ammattilainen vastaamaan pörssiyhtiön tiedottamisesta. Ylipäätään osaavan johdon ja henkilöstön merkittävää roolia listautumisprosessin kannalta ei voi sivuuttaa.

Tiedonantovelvollisuus tuo listautuvalle yhtiölle uuden osa-alueen päivittäiseen toimintaan, kun liiketoimintaan ja osakkeen arvoon mahdollisesti vaikuttavista seikoista täytyy pystyä raportoimaan jatkuvasti. Listautumisen yhteydessä julkaistavat tilinpäätöstiedot, toimintakertomukset, listalleottoesite ja muut tiedotteet ovat ikään kuin vain alkusysäys pörssiyhtiön velvollisuuksille. Listautumisprosessissa tehdään kuitenkin pohja pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi. Kun yhtiö jättää kirjallisen hakemuksen pörssille, sillä täytyy olla toiminnassa internet-sivut. Sivujen kautta yhtiö tiedottaa tiedonantovelvollisuuteen perustuvaa informaatiota sekä pitää yleisön saatavilla hallintoon liittyvät tiedot. Listautumisprosessin aikana yhtiön on sovittava sisäisesti, kuka tai mieluiten ketkä vastaavat tiedottamisesta ja miten

¹³⁵ Pörssisäätiö 2016: 42

¹³⁶ Virtanen 2010: 21-22

tiedottamisprosessi suoritetaan aina tarpeen vaatiessa. On tärkeää, että yhtiön sisällä on selkeästi tiedossa se, miten markkinoille viestitään ajankohtaisista tapahtumista ja muutoksista ja kuka viestinnästä on vastuussa. Myös säännöllisen tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi on luotava perusteet ja viestittävä ne selkeästi organisaation sisällä. Näin yhtiö pystyy tuottamaan laadukasta informaatiota markkinoille mahdollisimman kustannustehokkaasti. ¹³⁷

Tiedonantopolitiikka on kirjallinen ohjeistus liittyen niihin asioihin, jotka pörssiyhtiön tulee julkistaa tiedonantovelvollisuuden mukaisesti. Tavanomaisesti yhtiön hallitus hyväksyy viimeistään listautumisprosessin aikana luodun tiedonantopolitiikan. Ohjeistukseen kuuluvat myös periaatteet ja toimintatavat, joita noudattaen tiedot laaditaan ja julkistetaan. Tiedonantopolitiikka on yhtiön sisäinen ohjeistus, mutta myös osittain julkiseksi tarkoitettu. Finanssivalvonnan suositusten mukaan listautuvan yhtiön tulisi sisällyttää tiedonantopolitiikkaansa se periaatteet, joiden mukaan se viestii markkinoille toiminnastaan. Poliitiikan sisältö on vapaamuotoinen, ja yhtiöstä riippuen sen laajuus voi vaihdella. Listautuvalla yhtiöllä sitä ei välttämättä ole ehditty vielä laatia täysin yksityiskohtaisesti, vaan periaatteet voivat olla yleisempiä. Osa tiedonantopolitiikan tiedoista julkistetaan. Ne tiedot, jotka vaikuttavat tiedonantovelvollisuuden mukaisten tietojen julkistamiseen, on tarpeen viestiä myös markkinoille. Esimerkiksi on tarpeen tiedottaa, millä laajuudella yhtiö kommentoi tulevaisuuteen kohdistuvia arvioita tai vaikkapa kannattavuuden ennusteita. Kohdistuvatko arviot seuraavaan kvartaaliin vai tilikauteen. Tiedonantopolitiikan julkistamisessa voi myös viestiä sijoittajille siitä, miten yhtiö pyrkii toteuttamaan tiedonantovelvollisuutta. Yhtiö voi esimerkiksi kirjallisesti ilmaista pyrkimyksensä avoimeen tiedottamiseen ja sijoittajien luottamuksen saavuttamiseen. ¹³⁸ Tiedonantopolitiikka ei ole suoraan AML:ssa säännelty dokumentti, mutta pörssi kannustaa listayhtiöitä laatimaan sellaiset toimintaperiaatteet kirjallisesti. Suositus on, että yhtiö laatisi tiedottamiseen soveltuvat periaatteet varmistaakseen luotettavan, oikea-aikaisen ja

¹³⁷ Pörssisäätiö 2016: 9,15, 42

¹³⁸ Virtanen 2010: 111-113

totuudenmukaisen tiedon julkaisemisen. Tällainen dokumentti auttaa yhtiötä tuottamaan laadukasta informaatiota niin sisäiseen kuin ulkoiseenkin käyttöön.¹³⁹

Tiedonantopolitiikan luomisen ohella listautumisprosessi tarjoaa tilaisuuden luoda sijoittajaviestinnän toimintoja yhtiöön. Yhtiö saattaa toteuttaa sijoittajaviestintää jo ennen listautumistaan, mutta viimeistään tässä vaiheessa siihen on syytä alkaa kiinnittää erityistä huomiota. Kuten edellä on todettu, sijoittajat ovat listautuvan yhtiön tiedottamisen varsinainen kohderyhmä. Sijoittajaviestinnän periaatteiden luominen ja siihen panostaminen auttavat yhtiötä luomaan vuorovaikutteista viestintää markkinoiden kanssa. Sitä ei kannata siis ajatella pelkästään yhtiöltä sijoittajille tapahtuvana viestintänä, vaan sen kautta yhtiö saa myös tietoa markkinoilta. Sijoittajaviestinnälle ei ole asetettu listautumisprosessissa lainsäädännössä erityisiä vaatimuksia. Sijoittaja kuitenkin kiinnostaa lainmukaisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi tiedot varsinaisten raporttien ja numeroiden takana. Yhtiön strategia ja sen toteuttaminen, sekä johdon kyky viedä liiketoimintaa haluttuun suuntaan vaikuttavat myös sijoittajien päätöksentekoon. Näitä tietoja listautuva yhtiö viestii markkinoille sijoittajaviestinnän avulla.¹⁴⁰

Tiedonantovelvollisuuden lisäksi listautumisprosessin aikana yhtiöt voivat nostaa esille muitakin seikkoja, jotka olennaisesti liittyvät liiketoimintaan ja voivat kiinnostaa sijoittajia. Listautuvan yhtiön kannattaa seurata markkinoita tarkasti, ja huomioida kyseisen ajan trendit ja se, mikä sijoittajia kiinnostaa. Yksi tällaisista asioista on vastuullisuus ja siihen liittyvä vastuullisuusraportointi. Tällä hetkellä vastuullisuuden voidaan sanoa nousseen jopa megatrendiksi, ja monet sijoittajat ovat ottaneet sen yhdeksi kriteeriksi omaan sijoitusstrategiaansa. Sitä voidaan arvioida esimerkiksi ESG-tietojen perusteella, eli ympäristövaikutusten (environmental), sosiaalisen vastuun (social) sekä hyvän hallintotavan kautta (governance). Vastuullisuusraportointi voi sitä arvostavalle sijoittajalle nousta jopa tärkeimmäksi kriteeriksi sijoituspäätöksen tekemisessä.¹⁴¹ Vastuullista sijoittamista harjoittava sijoittaja voi esimerkiksi arvostaa

¹³⁹ Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt 2019: 20

¹⁴⁰ Virtanen 2010: 23-24

¹⁴¹ Silvola & Landau 2019: 17-18

enemmän listautuvan yhtiön toimia ympäristöstä huolehtimiseksi kuin osingonmaksukykyä tai vakavaraisuutta. Siksi listautuvan yhtiön kannattaa pitää mielessä myös vastuullisuus ja sen viime aikoina huomasti korostunut merkitys. Vastuullisuuteen liittyy myös Listayhtiöiden Hallinnointikoodin noudattaminen. Siihen on yleensä liitetty myös vastuu ympäristön hyvinvoinnista, sekä erityisesti yhtiön johdon ja hallinnon eettinen toiminta. Monet pörssiyhtiöt viestivät aktiivisesti omista vastuullisuustoimenpiteistään, ja sijoittajat peräänkuuluttavat yhtiöiltä selvityksiä toimistaan. Vastuullisuuden korostuminen sijoituskriteerinä voi asettaa paineita yhtiöiden raportoinnille.¹⁴² Ei tuntuisi lainkaan mahdottomalta, että vastuullisuusraportointi olisi tulevaisuudessa osa pakollista, laissa säädettyä tiedonantovelvollisuutta. Vastuullisuus osoittaa siis vain yhtenä esimerkkinä, että listautuvan yhtiön ei kannata ainoastaan sokeasti noudattaa AML:n tiedonantovelvollisuuteen kohdistuvia vaatimuksia, vaan pyrkiä aktiiviseen vuorovaikutukseen sijoittajien ja markkinoiden kanssa. Näin saamaansa arvokasta tietoa se voi hyödyntää myös tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa ja saada arvokasta hyötyä tiedottamiselleen.

¹⁴² Virtanen 2010: 26-27

Lähteet

Alkula Maarit (2020). *Mimmit sijoittaa syntyä, koska sijoittamisesta ei puhuttu riittävän innostavasti – nyt tapahtumat ovat tauolla, mutta sisältä kiinnostaa*. Markkinointi & Mainonta. Julkaistu 9.4.2020. Saatavilla Internetistä: <<https://www.marmai.fi/uutiset/mimmit-sijoittaa-syntyi-koossa-sijoittamisesta-ei-puhuttu-riittavan-innostavasti-nyt-tapahtumat-ovat-tauolla-mutta-sisalto-kiinnostaa/63b4f813-207a-4e66-89e6-3a42ccd48515>>

Annola, Vesa (2002). *Analyttikko ja sisäpiiritieto*. Julkaistu Edilexissä 20.12.2002.

Arvopaperimarkkinayhdistys Ry (2020). [online]. *Listayhtiöiden hallinnointikoodi*. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2019/11/hallinnointikoodi-2020.pdf>>.

Espinasse, Philippe (2011). *IPO: A Local Guide*. 1. painos. Hong Kong: Hong Kong University Press. 375s.

Euroopan Unionin verkkosivut (2020). *Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA)*. [online]. [Siteerattu 24.4.2020]. <URL:https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_fi>

Eurooppa-neuvosto (2020). *Pääomamarkkinaunioni* [online]. [Siteerattu 20.2.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<http://www.consilium.europa.eu/fi/policies/capital-markets-union/>>

Eurooppa-neuvosto (2018). *Uudet säännöt esitteistä: yrityksille parempi pääsy pääomamarkkinoille* [online]. [Siteerattu 24.2.2020]. Saatavilla World Wide Webistä: <URL:www.consilium.europa.eu/fi/policies/capital-markets-union/prospectus>

Euroopan parlamentti ja Neuvosto (2017). *Asetus arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta* (EU) 2017/1129 [online]. [Siteerattu 18.2.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=celex:32017R1129>>

Evli Pankki, Olli Kangasniemi, Corporate Finance (2017). *Millainen on kiinnostava listautuvan yhtiön sijoitustarina?* [online]. Julkaistu 9.3.2017. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.evli.com/blog/millainen-on-kiinnostava-listautuvan-yhtiön-sijoitustarina>>

Finanssivalvonta (2020). *Listautuminen* [online]. [Siteerattu 10.2.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/listautuminen/>>

Finanssivalvonta (2019). *Arvopapereiden tarjoaminen ja esitteet*. [online]. [Siteerattu 10.2.2020]. Saatavilla Internetistä:<URL:<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/arvopapereiden-tarjoaminen-ja-esitteet/>>

Finanssivalvonta (2018). *Markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR)*. [online]. [Siteerattu 11.2.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>>

Finanssivalvonta (2018). *Sijoituspalveluyritykset*. [online]. [Siteerattu 11.2.2020]
Saatavilla Internetistä: <URL:
[https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/sijoituspalvelun-
tarjoajat/](https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/sijoituspalvelun-tarjoajat/)>

Finanssivalvonta (2013). *Markkinat-tiedote 3/2013*. Lokakuu 2013. [online]. [Siteerattu
18.2.2020] Saatavilla Internetistä:
<URL:[https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/11955/172
685.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/11955/172685.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>

Haaramo, Virpi, Sirkku Palmuaho & Elina Peill. (2018). *Pörssiyhtiön tilinpäätös*. Helsinki:
Alma Talent. 302s.

Halonen, Jari (2013). *IFRS: Käytännön käsikirja*. 3.painos. Helsinki: Edita Publishing Oy.
504s.

HE 111/2018 vp, *Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain
muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi*. Saatavilla Internetistä:
<URL:[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_111+20
18.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_111+2018.aspx)>

HE 151/2017 vp, *Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain
muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin
liittyviksi laeiksi*. Saatavilla Internetistä:
<URL:[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_151+20
17.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Sivut/HE_151+2017.aspx)>

HE 32/2012 vp, *Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi
lainsäädännöksi*. Saatavilla Internetistä: <URL:
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_32+201
2.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_32+2012.pdf)>

HE 66/2008 vp, Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Saatavilla Internetistä: <URL:https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_66+2008.pdf>

HE 126/2004 vp, *Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kirjanpitolain muuttamiseksi sekä eräksi siihen liittyviksi laeiksi.* Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2004/20040126>>.

HE 157/1988 vp, *Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.* Saatavilla Internetistä: <URL:https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_157+1988.pdf>

Hirvonen, Ari. (2011). *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan.* Yleisen oikeustieteen julkaisuja. Helsinki 2011. 71s.

Hirvonen, Ahti, Heikki Niskakangas & Maj-Lis Steiner (2003). *Corporate governance – Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely.* 1.painos. Juva: WS Bookwell Oy. 400s.

Hoppu, Kari. (2004). *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely.* Helsinki: Talentum cop. 400s.

Huovinen, Sakari (2004). *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media.* 1.painos, Suomalainen Lakimiesyhdistys. Jyväskylä: Gummerus Kirjapaino. 425s.

Huovinen, Sakari (2005). *Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena.* Lakimies 2005:5. s. 768-780.

- Häyrynen, Janne & Ville Kajala (2013). *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. 1.painos. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus. 653s.
- Häyrynen, Janne & Marjatta Virtanen (2007). *Pörssiyhtiön tulevaisuuden ennusteiden merkitys tulosvaroituksen kannalta*. Defensor Legis 2007:1, 70-77.
- Immonen, Raimo & Risto Nuolimaa (2017). *Osakeyhtiöoikeuden perusteet*. 3.painos. Helsinki: Alma Talent Oy. 303s.
- Invesdor.com (2020). *Mitä on joukkorahoitus?* [online]. [Siteerattu 6.3.2020] Joukkorahoitusalan verkkosivut. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://home.invesdor.com/fi/mita-on-joukkorahoitus>>
- Kariola, Raija, Jaakko Niemeilä & Hannu Angervuo (2004). *Yritys sijoittajamarkkinoilla – sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet*. Porvoo: WS Bookwell. 260s.
- Korkeamäki, Timo & Koskinen, Yrjö (2009). *Hyvät pahat pörssiyhtiöt?* 1.painos. Helsinki: Svenska handelshögskolan. 37s.
- Knüpfer, Samuli & Vesa Puttonen (2018). *Moderni rahoitus*. 10.painos. Helsinki: Alma Talent Oy. 268s.
- Laininen, Jenni (2013). *Tulevaisuudennäkymien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan*. Defensor Legis 2013:1, 23-48.
- Martikainen, Minna & Mika Vaihekoski (2015). *Yritysrahoituksen perusteet*. 1. painos, Helsinki: Sanoma Pro Oy. 198s.
- Mähönen, Jukka & Seppo Villa (2019). *Osakeyhtiö III; Corporate Governance*. 3.painos. Helsinki: Alma Talent Oy. 832s.

- Mähönen, Jukka (2005). *Kansainväliset tilinpäätösstandardit ja yhtiöoikeus*. 1.painos. Helsinki: Edita Publishing Oy. 390s.
- Norros, Olli (2009). *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. 1.painos. Helsinki: Talentum Media. 600s.
- Nasdaq Helsinki Oy (2019). *Pörssin säännöt*. Saatavilla Internetistä: <URL: <https://www.nasdaq.com/docs/PÖRSSIN%20SÄÄNNÖT%204.6.2019.pdf>>.
- Parkkonen, Jarmo & Mårten Knuts (2014). *Arvopaperimarkkinalaki*. 5.painos. Helsinki: Talentum. 707s.
- Pörssisäätiö (2016). *Pörssilistautujan käsikirja*. Saatavilla Internetistä: <URL:https://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2016/05/porssilistautujan_kasikirja_2016_final_web.pdf>
- Pörssisäätiön arkisto. [online]. [Siteerattu 24.1.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL: <https://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>>
- Pörssisäätiö, Etelävuori Kiia (2020). *Markkinavalvonta huolehtii, että Pörssissä sujuu kaikki niin kuin pitää*. [Online]. [Siteerattu 14.3.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.porssisaatio.fi/blog/2020/01/15/markkinavalvonta-porssissa/>>
- Salminen, Matti (2005). *Tulosohjauksen käsikirja*. Valtiovarainministeriön julkaisuja 2/2005. [online]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://vm.fi/documents/10623/307545/Tulosohjauksen+k%C3%A4sikirja.pdf/b7f9a7f9-2b46-4dbb-bb66-85bf1074b88a/Tulosohjauksen+k%C3%A4sikirja.pdf>>

- Salo, Marika (2016). *Sijoittamisen ohjaaminen: sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Helsinki: Alma Talent. 322s.
- Salo, Marika & Jukka Oksaharju (2019). *Järkevän sijoittajan monet kasvot*. Julkaistu Lakimies 3-4/2019, s. 418 – 446. Lakimiesyhdistys.
- Sillanpää, Matti J. (2007). *Arvopaperien markkinointi ja emissionjärjestäjän vastuu. Teoksessa: Sopimus, vastuu, velvoite: Juhlajulkaisu Ari Saarnilehto 1947-21/11- 2017, 321- 334*. Turku: Turun yliopisto.
- Silvola, Hanna & Tiina Landau (2019). *Vastuullisuudesta ylituottoa sijoituksiin*. Helsinki: Alma Talent. 300s.
- Turtiainen, Matti (2018). *Sijoituspalvelut ja asiakas*. 1.painos. Helsinki: Alma Talent. 462s.
- Valtiovarainministeriö (2020). *Finanssivalvonta, yhteinen valvontamekanismi ja Euroopan finanssivalvontajärjestelmä* Valtiovarainministeriön nettisivut. [online]. [Siteerattu 13.3.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://vm.fi/finanssivalvonta-ja-yhteinen-valvontamekanismi>>
- Valtiovarainministeriö (2020). *Pääomamarkkinat*. [online]. [Siteerattu 24.1.2020]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://vm.fi/rahoitusmarkkinat/paaomamarkkinat>>.
- Valtiovarainministeriö (2012). 1020/2012. *Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta*. [online]. Saatavilla Internetistä: <URL:<https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2012/20121020>>
- Virtanen, Marjatta (2010). *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. Helsinki: WSOYpro Oy. 286s.

Säädösluettelo

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
FivaL	Laki Finanssivalvonnasta 878/2008
KPL	Kirjanpitolaki 1336/1997
LKR	Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) 596/2014
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006
SipaL	Sijoituspalvelulaki 747/2012
TTL	Tilintarkastuslaki 1141/2015