

Sisällysluettelo

TIIVISTELMÄ.....	3
1. JOHDANTO.....	5
1.1 Jatkuva tiedonantovelvollisuus – käsitteen lyhyt määrittely.....	5
1.2 Tutkielman tavoitteet ja rakenne.....	6
1.3 Käytettävistä lähteistä.....	9
2. INFORMAATIO RAHOITUSMARKKINOILLA.....	12
2.1 Täydelliset rahoitusmarkkinat.....	12
2.2 Osakemarkkinatehokkuus ja sen eri asteet.....	14
2.3 Epäsymmetrisen informaation ongelma.....	17
2.4 Markkinaosapuolten tieto.....	21
2.5 Tehokkuusperiaate ja sijoittajansuojaperiaate lainsoveltajan apuna.....	22
3. PÖRSSIYHTIÖN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN NORMIPOHJA.....	26
3.1 Sääntelyn kehitys ja rakenne.....	26
3.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....	28
3.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	29
3.4 Muita informaatiota koskevia velvollisuuksia.....	34
4. JATKUVAN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN TARKEMPI SISÄLTÖ.....	35
4.1 Julkistettavat päätökset ja seikat.....	36
4.2 Olennainen tieto.....	41
4.2.1 Informaatiotulvan ongelma.....	41
4.2.2 Sijoittajan perusteltu arvio ja yhtiön velvollisuus itsearviointiin.....	43
4.2.3 Tiedon todellinen vaikutus.....	47
4.2.4 Olennaisten seikkojen määrittäminen sisäpiiritiedon avulla.....	50
4.2.5 Tiedottamisen johdonmukaisuus.....	53
4.3 Julkistamisen ajankohta.....	58
4.4 Julkistamisen lykkääminen.....	64
4.5 Tiedon tasapuolinen julkistaminen.....	67
4.6 Markkinahuhu ja tietovuoto.....	70
4.7 Tulosennuste.....	76
4.8 Tulosvaroitus.....	81
4.9 Tiedon totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus.....	87
5. LOPUKSI.....	90
LÄHTEET.....	93

VAASAN YLIOPISTO**Kauppatieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Samuli Nyblom	
Tutkielman nimi:	Pörssiyhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus	
Ohjaaja:	Vesa Annola	
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri	
Oppiaine:	Talousoikeus	
Linja:	Yritysjuridiikka	
Aloitusvuosi:	2011	
Valmistumisvuosi:	2013	Sivumäärä: 100

TIIVISTELMÄ

Tutkimuksen kohteena on pörssiyhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus, josta säädetään arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:ssä. Tutkimuksessa on pyritty löytämään vastaukset erityisesti seuraaviin kysymyksiin: Miksi pörssiyhtiön on tiedotettava sekä mistä asioista ja milloin sen on tiedotettava? Tutkimuksessa on lisäksi määritelty useita ongelmien hahmottamiselle olennaisia käsitteitä. Tällaisia ovat esimerkiksi täydelliset rahoitusmarkkinat, informaatiotehokkuus, informaatioepäsymmetria, informaatiotulva ja informaatiohäiriö.

Keskeisinä lähteinä on käytetty arvopaperimarkkinalakia ja sen esitöitä. Finanssivalvonnan standardia, Helsingin Arvopaperipörssin sääntöjä sekä muita itsesääntelynormeja on hyödynnetty riittävässä ja tarpeellisessa määrin. Kotimaista ja ulkomaista oikeuskirjallisuutta hyödynnetään tutkimuksessa kautta linjan eikä erillistä oikeusvertailevaa osiota sen vuoksi ole katsottu tarpeelliseksi.

Tutkimuksessa edetään yleisestä erityiseen. Sen vuoksi vastauksia esitettyihin kysymyksiin on haettu aluksi rahoitusteoriasta. Täydelliset rahoitusmarkkinat edellyttävät muun muassa informaatiotehokkuutta ja puolueettomuutta, joiden tavoitteiden saavuttamiseksi pörssiyhtiölle on asetettu velvollisuus julkistaa tietoja arvopaperin arvoon vaikuttavista päätöksistä ja seikoista. Tutkimuksen edetessä on pureuduttu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ydinsisältöön ja selvitetty, mitä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n tulkinanvarainen normi ja siitä ilmenevä velvollisuus pörssiyhtiöltä ylipäänsä edellyttävät.

AVAINSANAT: pörssiyhtiö, tiedonantovelvollisuus, rahoitusmarkkinat

1. JOHDANTO

Tässä tutkielman ensimmäisessä luvussa esitellään tutkimuksen kohde ja sen keskeiset tavoitteet. Lisäksi lukijalle hahmotellaan yleiskuva tutkielman rakenteesta: millä tavalla tutkielma on jäsenneily ja miksi valittuihin ratkaisuihin on päädytty. Luvun lopuksi käydään läpi tutkimusongelman ratkaisun löytämisessä apuna käytettyä lähdemateriaalia.

1.1 Jatkuva tiedonantovelvollisuus – käsitteen lyhyt määrittely

Tutkielmassa käsitellään pörssiyhtiön jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, josta on säädetty arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:ssä. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ydinsisältö on tiivistetty kyseiseen lainkohtaan seuraavasti: Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan on pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla.¹

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ei tule sekoittaa säännölliseen tiedonantovelvollisuu- teen. Kokonaiskuva yhtiöstä muodostuu kuitenkin vasta, kun molempia tiedonantovel- vollisuuksia on noudatettu. Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan tiedot- tamista liikkeeseenlaskijan tuloksesta. Siihen kuuluu osavuosisikatsausten, tilinpäätösten ja tilinpäätöstiedotteiden julkistaminen.² Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tarkoite- taan nimensä mukaisesti jatkuvaa, tarpeen mukaan tapahtuvaa tietojen julkistamista asioista, jotka liikkeeseenlaskijan oman arvion mukaan voivat olennaisesti vaikuttaa yh- tiön arvopaperin arvoon.

1 Arvopaperimarkkinalaki 2 luku 7 § 1 momentti.

2 Katso arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 – 6 a §:t.

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden keskeinen tietosisältö on tarkoin säännelty. Se on ensisijainen yhtiön arvonnäärityksen perusta. Jatkuva tiedonantovelvollisuus toimii tavallaan sitä täydentäen ja sen ohella. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee lisäksi yhtiön kassavirtaa ja yhtiön taloudellista kehitystä, kun taas jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee itse liiketoimintaa lukujen takana.³

Aivan jo tutkielman alkuvaiheessa on syytä korostaa, että jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva arvopaperimarkkinalain normi on melko väljä. Lavea sääntely johtaa siihen, että niin lainkäyttäjälle kuin arvopaperin liikkeeseenlaskijallekin jää melko lailla harkintavaltaa normin soveltamisessa. Perustavanlaatuisia kysymyksiä ovat, millaisista seikoista ja missä vaiheessa on tiedotettava. Aihepiiri on hedelmällinen tutkielman tekemiselle. Normin tulkinnanvaraisuudesta ja tilannesidonnaisuudesta seuraa aina ongelmia, ja näitä ongelmia tässäkin tutkimuksessa pyritään esittelemään ja ratkaisemaan.

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rakenne

Tutkielman toisessa luvussa perehdytään rahoitusteoriaan. Tarkoituksena on selvittää, millaiset rahoitusmarkkinat ovat toisaalta täydelliset ja toisaalta tehokkaat. Miten informaatio ja sitä kautta liikkeeseenlaskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus liittyvät siihen, ovatko markkinat täydellisiä ja tehokkaita vai eivät. Lukijan on syytä pitää mielessään koko ajan tämän tutkimuksen kohde eli pörssi-yhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus. Kyse on siis pörssi-yhtiölle asetetusta velvollisuudesta tuottaa informaatiota ja välittää sitä yleisölle. Toisessa luvussa selvitetään, että informaatiolla puolestaan on merkittävä rooli arvioitaessa rahoitusmarkkinoiden toimivuutta ja luotettavuutta.

Rahoitusteoriaan ja toisaalta taloustieteeseen laajemminkin liittyy käsite informaatioepäsymmetria. Käsitteen sisältöä pyritään lyhyesti avaamaan tutkielman teoreettisessa osuudessa. Mitä rahoitusmarkkinoilla seuraa siitä, jos eri osapuolilla ei olekaan käytös-

3 Huovinen 2005, 777.

sään täsmälleen identtinen informaatio? Onko epäsymmetrinen informaatio hyvä vai huono asia? Tutkielmassa tullaan toteamaan, että jatkuva tiedonantovelvollisuus johtaa vääjäämättä informaation symmetrisyyteen eli siihen, että liikkeeseenlaskijalla ja sijoittajilla on yhtenevä tieto arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista. Ongelmiin joudutaan kuitenkin myös silloin, jos yhtiö tiedottaa ihan kaikesta mahdollisesta. Liiallinen informaatio hämärtää nimittäin sijoittajien käsityksen siitä, mikä todella on olennaista ja mikä ei. Informaatiotulva on eräs muoto informaatiohäiriöstä, jota niin ikään käsitellään tässä tutkielmassa.

Eri markkinaosapuolilla tieto on luonnollisesti erilaista. Millä tavalla tieto vaihtelee ja millaista tietoa eri osapuolilla on? Teoriaosuuden lopuksi hahmotellaan arvopaperimarkkinalaissa säädettyjen informaatiota koskevien velvollisuuksien tulkintaongelmissa apuna mahdollisesti käytettäviä oikeusperiaatteita.

Tutkielma etenee yleisestä erityiseen. Yleisen teoreettisen osuuden jälkeen pureudutaan yksityiskohtaisesti nimenomaan pörssiyhtiön jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. On syytä korostaa, että teoriaosuus ei ole mikään turhanaikainen sivuntäyte. Siinä nimittäin lukijalle on tarkoitus hahmotella se, miksi ylipäänsä on aihetta asettaa liikkeeseenlaskijalle kustannuksia aiheuttava ja resursseja kuluttava velvollisuus välittää sijoittajille ja markkinoille yleisemminkin tietoja arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista.

Kolmannessa luvussa käsitellään hyvin lyhyesti pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden normipohjaa yleisellä tasolla. Muut kuin jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat normit sivuutetaan maininnalla, jotta tutkimus painiskelee kautta linjan sille asetettujen ongelmien ja tavoitteiden parissa.

Neljännessä luvussa analysoidaan yksityiskohtaisesti pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta koskevia normeja. Keskeisiä kysymyksiä ovat 1) millaisia tietoja liikkeeseenlaskijan on julkistettava ja 2) milloin nämä tiedot on julkistettava. Kun siis teoreettisessa

osiossa vastataan kysymykseen ”miksi tiedot on julkistettava”, käytännönläheisessä ja soveltamistilanteita esittelevässä normin tulkintaan perustuvassa neljännessä luvussa vastataan kysymyksiin ”mitä on julkistettava” ja ”milloin on julkistettava”. Liiketaloudellinen lähestymistapa pyritään pitämään tutkimuksen edetessä kaiken normianalyysin keskiössä. Pääsääntöisesti nimenomaan liiketaloudelliset seikat aktualisoivat tiedonantovelvollisuuden.

Kirjoituksen loppupuolella tutkitaan vielä aivan erityisiä sovellustilanteita. Mitä tarkoitetaan markkinahuhulla ja miten liikkeeseenlaskijan on niihin reagoitava? Mikä on tietovuoto ja mitä informaation liittyviä velvollisuuksia liikkeeseenlaskijalle syntyy, jos ja kun se havaitsee tietovuodon? Onko pörssiyhtiöllä velvollisuus antaa tulosennusteita ja tulosvaroituksia? Mitä näillä käsitteillä tarkoitetaan? Aivan viimeiseksi selvitetään, milloin pörssiyhtiön markkinoille antama tieto on totuudenvastaista ja harhaanjohtavaa.

Pro gradu –tutkielman sivumäärä on hyvä pitää kohtuullisena, mistä seuraa vääjäämättä tarve tehdä joitakin rajauksia. Tässä tutkielmassa ei käsitellä sitä, millaisia hallinnollisia tai rikosoikeudellisia seuraamuksia pörssiyhtiölle tai sen edustajille voi aiheutua tiedonantovelvollisuuksien laiminlyönneistä. Rikosoikeudellinen puoli eli tunnusmerkistön mukaisuus- ja vastuukysymykset on lähes kokonaisuudessaan rajattu joitakin mainintoja lukuun ottamatta tutkielman ulkopuolelle. Sisäpiiritiedon määritelmää pidetään tarpeen tullen esillä, mutta sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja sen erityisiä elementtejä ei käsitellä yksityiskohtaisesti.

Yhteenvetona on todettava tutkielman pyrkivän vastaamaan ensinnäkin siihen, miksi pörssiyhtiölle on asetettu jatkuva tiedonantovelvollisuus. Toinen keskeinen seikka on selvittää, millaisia tietoja tiedonantovelvollisuus koskee eli mistä asioista on tiedotettava. Kolmanneksi pyritään selvittämään, millaisissa tilanteissa tiedonantovelvollisuus aktualisoituu. Nämä ovat tutkimuksen keskeiset tavoitteet. Tutkielma jakautuu näitä kysymyksiä silmällä pitäen tarpeelliseen määrään alalukuja riittävän yksityiskohtaisen ja olennaisiin seikkoihin keskittyneen selvitystyön dokumentoimiseksi.

Lukijan ajatustyön ja lukukokemuksen yksinkertaistamiseksi totean käytettävistä käsitteistä tässä vaiheessa ainoastaan yhden melkoisen itsestään selvän asian: termejä liikkeeseenlaskija, listayhtiö ja pörssi-yhtiö käytetään tässä tutkimuksessa synonyymeina.

1.3 Käytettävistä lähteistä

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (2003/6/EY) on annettu 28.1.2003. Kyseinen direktiivin 6 artiklan 1 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat julkistavat kyseisiä liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskevan sisäpiiritiedon mahdollisimman nopeasti. Sisäpiiritieto on määritelty direktiivin 1 artiklan 1 kohdassa: sisäpiiritiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. Direktiivi on otettu osaksi Suomen arvopaperimarkkinalainmuutoksella 13.5.2005/297.

Edellä kuvattu direktiivin implementointi on osoitus siitä, että eurooppalaisessa rahoitusmarkkinalainsäädännössä on viimeisten vuosien aikana siirrytty yhä tiiviimpään säännösten harmonisointiin. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevan direktiivin aivan keskeisin sisältö on nostettu esiin tässä luvussa sen vuoksi, että lukijalle tulee ymmärrys eurooppalaisten harmonisointihankkeiden laajamittaisesta vaikutuksesta kotimaiseen arvopaperimarkkinalainsäädäntöön. Euroopan Unionin lainsäädäntötyötä ei tässä tutkimuksessa jäljempänä liiemmästi esitellä, sen asemaa ei punnita eikä sen sisältöä juurikaan avata analysoitaessa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yksityiskohtia. Riittävää on, että kotimaisen lainsäädännön taustalla vaikuttavat harmonisointipyrkimykset tiedostetaan. Unionin oikeuden implementoinnin myötä siis Euroopan Unionin säädökset-

kin ovat tämän tutkimuksen lähteitä.

Kotimaisen lainsäädännön ohella ongelmiin pyritään löytämään vastauksia niiden esi-
töistä. Arvopaperimarkkinalakia on muutettu sen voimassaoloaikana useaan otteeseen,
ja näitä muutoksia koskevista relevanteista hallituksen esityksistä sekä komiteanmietin-
nöistä nostetaan esiin argumentteja oikeudelliseen keskusteluun.

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta on käsitelty kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa jo
jonkin verran. Väitöskirjatutkimukset, oikeudenalan yleisesitykset, oikeudelliset mono-
grafiat ja artikkelit avaavat ratkaisujen etsimisessä uusia näkökulmia sekä tarjoavat tul-
kintasuosituksia tutkimuksessa esitettyihin ongelmiin. Kotimaisen oikeuskirjallisuuden
ohella lähteinä käytetään myös pohjoismaista sekä varsinkin teoreettisessa keskustelussa
muutakin kansainvälistä lähdemateriaalia.⁴

Lainsäädännön sisältöä on täsmennetty itsesääntelyn avulla. Itsesääntelyssä omaksutut
näkökulmat kuten myös viranomaiskannanottoja huomioidaan tässä tutkimuksessa.
Keskeisimpiä tämäntyyppisiä lähteitä ovat Finanssivalvonnan standardit ja Helsingin
pörssin säännöt. Vaikka Finanssivalvonnan (aiemmin Rahoitustarkastus) standardeissa
sekä kyseisen viranomaisen ratkaisuissa ja kannanotoissa on selkeitä itsesääntelyn piir-
teitä, ne voidaan kuitenkin nähdä pikemminkin lain ja itsesääntelyn väliin sijoittuvina
viranomaissääntöinä, -ohjeistuksina ja -kannanottoina. Varsinaista itsesääntelyä ovat
tämästä näkökulmasta Helsingin pörssin sääntöjen lisäksi esimerkiksi Euroclear Finlandin⁵
säännöt, Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n itsesääntely⁶, Finanssialan Keskusliiton oh-
jeet ja Vakuutus- ja rahoitusneuvonnan ratkaisusuositukset. Tässä tutkimuksessa edellä
luetellusta itsesääntelystä on nostettu esiin pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden kan-

4 Aihe on varsin kansainvälinen, sillä useissa maissa painiskellaan samojen ongelmien parissa. Katso esimerkiksi Nordic Financial Market Law 2003, jossa käsitellään yleisesti Tanskan, Suomen, Islannin, Norjan ja Ruotsin arvopaperimarkkinoihin kohdistuvaa sääntelyä – muun muassa tiedonantovelvollisuuksia.

5 Euroclear Finland Oy on arvopaperimarkkinalain 4 a luvun 4 §:n 2 momentin 2 kohdan tarkoittama selvitysyhteisönä ja arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 2 a §:n tarkoittama arvopaperikeskus. Euroclear Finlandin säännöt kohta 1.8.

6 Muun muassa myöhemmin tässä tutkimuksessa viitattu Corporate Governance -ohje.

nalta olennaisimmat.

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevaa tuomioistuinkäytäntöä on hyvin niukalti. Korkeimmassa oikeudessa aihepiiriä on sivuttu yhdessä ratkaisussa (2009:1). Tuomioistuinkäytäntö on sen vuoksi rajattu lähteenä tyystin tämän tutkimuksen ulkopuolelle. Vastapainona Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätöksiä ja Rahoitustarkastuksen kannanottoja sekä päätöksiä on huomioitu riittävässä määrin.

2. INFORMAATIO RAHOITUSMARKKINOILLA

Tässä luvussa pyritään vastaamaan seuraavaan kysymykseen: Miksi?

Mikä on syy sille, että pörssiyhtiöltä voidaan tai jopa tulee vaatia kustannuksia aiheuttavaa ja resursseja kuluttavaa jatkuvaa tiedottamista olennaisista seikoista. Löytyykö tällaiselle velvollisuudelle perusteet jo niinkin yleiseltä tasolta kuin rahoitusteoriasta? Minkälainen merkitys informaatiolle ylipäänsä annetaan rahoitusmarkkinoilla ja millaista tämä markkinoilla oleva informaatio voi olla?

2.1 Täydelliset rahoitusmarkkinat

Eri aikoina ja eri tilanteissa on käyty keskustelua siitä, osaavatko rahoitusmarkkinat hinnoitella oikein arvopapereita ja saadaanko markkinoilta selville rahan oikea hinta. Tavomaista tällainen keskustelu on erityisesti silloin, kun arvopapereiden hintojen nousu tai lasku on ollut jyrkkää tai kun hintojen sekä korkojen muutokset ovat olleet suuria. Arvopapereiden hintojen ja tuottovaatimusten johtamiseksi rahoituksen teoriassa on määritetty täydellisten rahoitusmarkkinoiden käsite.⁷

Teoreettisesti ihanteellisille rahoitusmarkkinoille eli täydellisille rahoitusmarkkinoille voidaan esittää neljä välttämätöntä vaatimusta:⁸

1. Markkinat ovat kitkattomat. Tämä tarkoittaa, että markkinoilla ei ole veroja eikä välityspalkkioita ja että kaikki sijoituskohteet ovat täysin jaettavissa ja markkinoitavissa eikä muitakaan rajoittavia säännöksiä esiinny.
2. Tuote- ja arvopaperimarkkinoilla vallitsee täydellinen kilpailu.⁹ Tuotemarkki-

⁷ Leppiniemi 2009, s. 106 – 107.

⁸ Martikainen, Teppo & Martikainen, Minna 2009, s. 23. Katso tarkemmin esimerkiksi Leppiniemi 2009, s. 107.

⁹ Katso täydellisestä kilpailusta esimerkiksi Alkio & Wik 2009, s. 54 – 55.

noilla tämä merkitsee muun muassa sitä, että kaikilla sijoittajilla on samanlainen mahdollisuus käydä kauppaa markkinahintaan.

3. *Markkinat ovat informatiivisesti tehokkaat.* Tällöin informaatio on maksutonta ja tavoittaa kaikki sijoittajat samanaikaisesti.
4. Kaikki sijoittajat maksimoivat rationaalisesti omat hyötynsä ja sijoittajat pitävät suurempaa rahamäärää parempana kuin pienempää.

Esitetyt oletukset ovat teoreettisia, eivätkä ne toteudu käytännössä millään markkinoilla. Tällaiset ihannemarkkinat luovat kuitenkin hyvän pohjan todellisten markkinoiden tehokkuuden arvioinnille. Kaikki poikkeamat näistä täydellisten markkinoiden olettamuksista merkitsevät etäännyttämisestä tehokkaista rahoitusmarkkinoista.¹⁰

Täydelliset rahoitusmarkkinat ovat siten puolueettomat ja tehokkaat. Kolmas perusoletus on edellä kursivoitu sen korostamiseksi, että rahoitusmarkkinat eivät voi olla täydelliset ilman informaatiotehokkuutta. Arvopaperimarkkinoita koskeva informaatio ja sen saatavuus ovatkin eräitä keskeisimpiä edellytyksiä puolueettomien ja tehokkaiden markkinoiden toiminnan kannalta.¹¹

Markkinoiden puolueettomuudella taas tarkoitetaan sitä, että kaikilla sijoittajilla on oltava avoin pääsy markkinoille ja että heillä on oltava tasavertaiset mahdollisuudet arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevien tietojen hyväksikäyttöön. Puolueettomuus edellyttää myös sitä, ettei mikään yksittäinen taho pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä. Markkinoiden tehokkuus edellyttää arvopapereihin, liikkeeseenlaskijoihin, yleistaloudellisiin seikkoihin ja markkinoiden vaihdantaprosessiin liittyvien tietojen välitöntä heijastumista markkinoilla olevien arvopaperien hintoihin.¹²

Ilman informaatiota ei siis voi olla täydellisiä rahoitusmarkkinoita. Informaation on ol-

10 Martikainen ym. 2009, s. 27.

11 Ekholm 2002, s. 4.

12 Kurenmaa 2003, s. 39.

tava maksutonta ja kaikkien sijoittajien saatavilla. Juuri näitä päämääriä palvelee liikeeseenlaskijalle asetettu jatkuva tiedonantovelvollisuus.

2.2 Osakemarkkinatehokkuus ja sen eri asteet

Edellä esitettyjä täydellisiä rahoitusmarkkinoita ei kuitenkaan ole olemassakaan. Tämän vuoksi rahoituksen teoriassa on kehitelty markkinatehokkuuden käsite. Tehokkuusnäkökulmasta voidaan tutkia kolmea rahoitusmarkkinoilla vaikuttavaa prosessia: varojen allokointiprosessia, arvopapereiden vaihdantaprosessia ja informaatioprosessia. Tutkimuksen kannalta merkittävin prosessi on informaatioprosessi, jossa markkinainformatio välittyy rahan tarjoajien ja kysyjien välillä.¹³ Rahoitusteoriassa on esitetty tehokkaiden markkinoiden ehdot: arvopapereiden kauppa ei aiheuta kustannuksia, kaikki relevantti informaatio on korvauksetta kaikkien markkinoilla toimivien talousyksiköiden saatavissa ja kaikki markkinatoimijat ovat yksimielisiä informaation vaikutuksesta arvopapereiden nykyisiin ja tuleviin hintoihin sekä hintojen keskinäisiin suhteisiin.¹⁴

Viimeksi mainitusta on pääteltävissä, että modernin rahoitusteorian tutkimuksessa on kiinnitetty huomiota osakkeiden hinnanmuodostumiseen ja siihen vaikuttaviin tekijöihin. Perustavanlaatuinen kysymys on ollut, millä tavalla markkinat ottavat informaatiota vastaan ja miten tämä informaatio vaikuttaa osakkeiden hinnanmuodostukseen.¹⁵

Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla osakkeen hinta heijastaa jokaisella hetkellä täydellisesti kaikenlaisen saatavissa olevan informaation. Hypoteesilla tehokkaista markkinoista on merkitystä niin sijoittajille kuin yrityksillekin: Koska tieto siirtyy välittömästi vaikuttamaan arvopapereiden hintoihin, sijoittaja ei voi saada normaalia suurempia (ylisuuria) voittoja. Hinnat nimittäin mukautuvat uuteen informaatioon, ennen kuin sijoittaja ehtii hyödyntää sitä kaupankäynnissä. Yritykset puolestaan saavat tehokkailla rahoitusmark-

13 Katso muista prosesseista enemmän Leppiniemi 2009, s. 109.

14 Leppiniemi 2009, s. 109.

15 Thorstensson 2001, s. 580.

kinoilla arvopapereistaan ainoastaan kaupantekohetkisen todellisen arvon, eivätkä ne pääse hyödyntämään sijoittajien epärationaalista käyttäytymistä.¹⁶

Täydellisten rahoitusmarkkinoiden osakkeiden hinnanmuodostusta kuvataan usein käsitteellä satunnaiskulku (random walk).¹⁷ Mennyttä historiatietoa osakkeiden arvosta ei voida hyödyntää kaupankäynnissä, koska se ei sisällä mitään informaatiota tulevasta hinnan muutoksista eli toisin sanoen tuotoista. Arvopaperin hinta jokaisella hetkellä heijastaa siis lähtökohtaisesti vain osakkeen aiemman hintakehityksen ja aiemmat hinnan muutokset.¹⁸ Tulevasta ei siis ole tietoa. Mitä tällaisessa tilanteessa voidaan sanoa markkinoiden tehokkuudesta? Ovatko markkinat riittävän tehokkaat? Voiko olla monenlaista markkinoiden informaatiotehokkuutta?

Markkinat voidaan jakaa tehokkuudeltaan kolmeen luokkaan. Tehokkuus määräytyy sen perusteella, millä tavalla ja missä määrin arvopapereiden hinnat heijastavat niiden arvoon vaikuttavaa informaatiota. Myös informaatio voidaan esittää kolmessa eri ryhmässä: aiempaan hinnanmuodostukseen sisältyvä informaatio, julkisesti saatavissa oleva informaatio ja kaikki informaatio. Markkinoiden informaatiotehokkuus voi siis niin ikään saavuttaa kolme erilaista tasoa: heikon tehokkuuden, puolivahvan tehokkuuden ja vahvan tehokkuuden.¹⁹

Heikot ehdot täyttävän tehokkuuden vallitessa arvopapereiden hintoihin sisältyy kaikki menneeseen kurssikehitykseen sisältyvä informaatio. Tällöin teknisen analyysin eli hintahistoriaan perustuvan tuottojen ennustamisen avulla ei voida saavuttaa normaalia suurempia voittoja, koska kaikilla sijoittajilla on käytössään sama informaatio. Sen sijaan heikon tehokkuuden vallitessa voi olla mahdollista ennustaa tuottoja esimerkiksi tilinpäätösanalyysin avulla.²⁰ Mitä tehottomammat markkinat ovat, sitä enemmän hyötyä

16 Ross, Westerfield & Jaffe 1996, s.335 – 336.

17 Katso enemmän esimerkiksi Brealey, Myers & Allen 2006, s. 333 – 336, jossa arvopapereiden hinnanmuodostusta verrataan kolikon heittämiseen.

18 Brealey ym. 2006, s. 337.

19 Thorstensson 2001, s. 581.

20 Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2007, s. 39.

hintakehityksen seuraamisesta tai muista kaupankäyntisäännöistä saattaa olla.²¹

Keskivahvoilla markkinoilla markkinahinnat reagoivat välittömästi kaikkeen julkistettuun informaatioon. Tällaisilla markkinoilla mikään julkisesti käytössä oleva informaatio ei hyödytä sijoittajia ylisuurten tuottojen saavuttamisessa.²² Osakkeita tutkimalla ja analysoimalla ei voida löytää alihinnoiteltuja tai ylihinnoiteltuja osakkeita. Kun tällaisia osakkeita ei voida löytää, analysoimalla ei voida tehdä yksittäisiä muita parempia sijoituspäätöksiä tai välttyä huonoilta sijoituksilta. Tällainen tehokkuus jo tekee osakekaupan turvalliseksi: vaikka yksittäinen sijoittaja ei tuntisikaan yhtiötä tai osaisi tulkita sen antamia tiedotteita, hän voi luottaa siihen, että osakkeen hintaan tämäkin tieto on vaikuttanut.²³

Vahvan tehokkuuden markkinoilla hinnat heijastavat aivan kaiken relevantin informaation: niin julkisen kuin yksityisenkin. Arvopaperien arvoon vaikuttava olennainen informaatio sisältyy hintoihin, jos yksikin sijoittaja on siitä tietoinen.²⁴ Tällöin millään sijoittajaryhmällä ei ole hinnanmuodostukseen vaikuttavaa tietoa. Vahvasti tehokkailla markkinoilla kukaan sijoittaja ei pysty saavuttamaan ylisuuria tuottoja edes sisäpiiritiedon avulla.²⁵

Markkinatehokkuuden vahvat ehdot eivät voi milloinkaan täytyä, sillä sisäpiiri-informaatio ei ole kaikkien sijoittajien tiedossa.²⁶ Sijoittaja voi siis käytännössä aina kaikilla markkinoilla päästä hyödyntämään sellaista informaatiota ja saavuttamaan voittoa sellaisella informaatiolla, joka on vain hänen tiedossaan.²⁷ Markkinat eivät joka hetki ole myöskään yhtä tehokkaita. Tehokkuus saattaa vaihdella myös arvopaperikohtaisesti.²⁸ Suomen arvopaperimarkkinoiden osalta on saatu tuloksia sekä heikkojen että puolivah-

21 Leppiniemi 2002, s. 61.

22 Hoppu 2004, s. 27.

23 Leppiniemi 2002, s. 61.

24 Ross ym. 1996, s. 340 – 341.

25 Hoppu 2004, s. 27.

26 Niskanen ym. 2007, s. 39 ja Ross ym. 1996, s. 353.

27 Ross ym. 1996, s. 353.

28 Hoppu 2004, s. 27.

vojen ehtojen täyttymisestä.²⁹ Eri tutkimusten mukaan sen sijaan Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat informaatiotehokkuudeltaan parhaat ja täyttävät mitä ilmeisimmin puolivahvat ehdot.³⁰

Edellä kerrotut tutkimustulokset osoittavat, että yksittäisen sijoittajan on sitä turvallisempi tehdä kauppaa arvopapereilla mitä vahvempi informaatiotehokkuus markkinoilla vallitsee. Pörssiyhtiölle asetettu jatkuva tiedonantovelvollisuus auttaa saavuttamaan tätä päämäärää. Kun listayhtiö tiedottaa olennaisista seikoista ja nämä seikat heijastuvat arvopaperin arvoon, kukaan ei pääse hyödyntämään toisen epärationaalista käyttäytymistä eikä hyötymään kilpailulle epäterveellä tavalla toisen kustannuksella. Sijoittajan asema on turvattu jo keskivahvan tehokkuuden markkinoilla. Informaatiovelvollisuudelle on siis myös tästä näkökulmasta rahoitusteoreettiset perusteet: kyse on markkinoilla toimivien suojaamisesta.

Lopuksi on syytä vielä mainita, että markkinoiden tehokkuutta arvioitaessa voidaan erottaa myös käsitteet allokatiivinen tehokkuus ja operatiivinen tehokkuus. Allokatiivisesti tehokkailla markkinoilla niukat säästöt ohjautuvat tuottavimpiin kohteisiin markkinaosapuolia maksimaalisesti hyödyttävällä tavalla. Operatiivisesti tehokkailla markkinoilla tuotanto- tai organisaation prosessi tuotetaan mahdollisimman kustannustehokkaasti. Edellä mainittujen tehokkuuskäsitteiden lisäksi tutkijat ovat määritelleet vielä sosiaalisesti tehokkaat markkinatkin. Sosiaalisesti tehokkaat markkinat heijastavat olemassa olevia sosiaalisia ja eettisiä normeja.³¹

2.3 Epäsymmetrisen informaation ongelma

Markkinoilla voi olla kahdenlaista epävarmuutta. Primääri- eli tapahtumaepävarmuudessa on kysymys siitä, että tänään tehtävien päätösten tulemat ovat riippuvaisia tulevai-

²⁹ Leppiniemi 2002, s. 62. On tosin mahdollista, että informaatiotehokkuudessa on tapahtunut muutoksia.

³⁰ Niskanen ym. 2007, s. 39.

³¹ Martikainen ym. 2009, s. 24.

suuden tapahtumista, joista ei ole täsmällistä tietoa. Sekundaari- eli markkinaepävarmuudesta on kysymys silloin, kun osalla talousyksiköistä on informaatiota olemassa olevista tai tulevista päätöksentekoon vaikuttavista tekijöistä. Informaatio voi siis esimerkiksi sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan välillä olla epäsymmetristä, minkä vuoksi voimavarojen tehokas kohdentuminen estyy. Kyse on epäsymmetrisen (tai asymmetrisen) informaation ongelmasta.³²

Informaatio on aina rajallista, ja päätöksentekijöiden kapasiteetti sen käsittelemiseen sekä kokemus ja osaaminen vaihtelevat. Informaation asymmetrisyys on lähestymistä vasta riippuen joko mahdollinen, yleinen tai jopa tyyppillinen päätöksentekotilanteen ominaisuus. Rahoitusmarkkinoilla asymmetrinen informaatio on tosiasiaa tyyppitilanne: osapuolilla ei ole identtisiä ja täydellisiä tietoja kohteesta, sen arvoon vaikuttavista tekijöistä, toistensa preferensseistä eikä etenäkään toistensa toiminnasta ja siihen vaikuttavista tekijöistä tulevaisuudessa.³³ Tämän vuoksi informaation laatu, saatavuus, ajanmukaisuus, käsittelymahdollisuudet ja niistä aiheutuvat epävarmuus aiheuttavat kustannuksia sekä luovat epävarmuutta vaihdannassa.³⁴ Markkinainformaatioon kohdistuvalla sääntelyllä yleisesti on tarkoitus ehkäistä nimenomaan epäsymmetrisestä informaatiosta ja sen hyväksikäytöstä johtuvia väärinkäytöksiä.³⁵ Näitä väärinkäytöksiä pyritään siis ehkäisemään myös asettamalla pörssi-yhtiölle jatkuva tiedonantovelvollisuus. Yhtiöllään on käytännössä aina sellaista informaatiota, jota suurella sijoittajajoukolla ei ole. Yhtiön tieto on sisäpiiritietoa julkistamiseksi asti.

Markkinoilla luonnostaan vallitseva tiedon epäsymmetrisyys korostaa kaikkien markkinaosapuolten sääntöjen noudattamiseen kohdistuvan luottamuksen merkitystä. Sijoittajat tekevät tai ainakin pyrkivät tekemään päätöksiä käytettävissään olevan tiedon perusteella. Luottamuksen merkitys kasvaa sitä suuremmaksi, mitä vähemmän sijoittajilla on tietoa tai mitä epävarmempia he ovat heillä käytettävissä olevan informaation oikeelli-

32 Määttä 2006, s. 27.

33 Lauriala 2008, s. 117.

34 Korva 2004, s. 434.

35 Häyrynen 2006b, s. 629.

suudesta.³⁶ Jälleen huomataan, että pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudella on merkittävä rooli markkinaluottamuksen synnyttäjänä ja sijoittajansuojan takeena.

Arvopaperimarkkinat ovat siis edellä todetulla tavalla tyypillinen esimerkki ympäristöstä asymmetrisen informaation esiintymiselle. Niillä vallitsee luonnostaan informaatioasymmetria, jonka hyödyntämiseen markkina-ammattilaisten toiminta olennaisesti perustuu. Tämä arvopaperimarkkinoiden ominaispiirre tekee informaatiosta varallisuusarvoisen hyödykkeen. Sijoittajalle on merkityksellistä, että informaatioepätasapaino ei pääse kehittymään oleelliseksi.³⁷

Informaatio nähdään toisinaan julkisena omaisuutena, jolle on etsittävä tehokkain allokaatio. Toisaalta informaatiota pidetään myös yksityisenä omaisuutena, jonka käyttöä on toisinaan rajoitettava julkisen intressin vuoksi.³⁸ Yksityisenä omaisuutena informaation ymmärtäminen omaisuuden suoja saavaksi varallisuudeksi on tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta suhteellisen uutta. Informaatio on kuitenkin ymmärrettävä myös arvopaperimarkkinaoikeudellisena varallisuutena.³⁹ Mikäli tietoa pidetään pelkästään yksityisenä omaisuutena, informaatioepätasapaino kasvaa pörssiyhtiöiden ja sijoittajien välillä valtaviin mittasuhteisiin. Miten tilanne tulisi hahmottaa oikeudenmukaisesti siten, että tasapaino yhtiön ja sijoittajien intressien välillä voidaan löytää?

Vanhastaan markkinatalous on sallinut sopijapuolten hyötyä omasta taitavuudestaan ja tiedollisesta ylivoimastaan. Ollaan kuitenkin hyvää vauhtia kulkemassa siihen suuntaan, että vapaan tiedon hyödyntämisen sijasta asiantuntemus on jaettava toisen osapuolen kanssa.⁴⁰ Sopimusoikeudessa puhutaan lojaliteettiperiaatteesta, kun toiselta osapuolelta voidaan vaatia sopimuskumppanin etujen huomioon ottamista. Se saattaa muodostaa velvollisuuden huolehtia sopimuskumppanin riittävästä tietotasosta ja esittää varoituk-

36 Häyrynen 2006b, s. 629.

37 Korva 2004, s. 434.

38 Rudanko 1998, s. 338.

39 Huovinen 2004, s. 351 ss.

40 Lauriala 2001, s. 68.

sia, kun sopimuskumppanin havaitaan olevan väärässä käsityksessä jostakin asiantilasta.⁴¹ Kuluttajansuojalainsäädäntö on tästä hyvä esimerkki.⁴² Sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen analoginen soveltaminen arvopaperimarkkinoilla johtaa siis informaatioepätasapainon vähentymiseen. Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus on siten nähtävä myös lojaliteettiperiaatteen ilmentäjänä. Tällöin ”sopimussuhde” nähtäisiin pörssiyhtiön ja sijoittajan välisenä.

Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuksia voidaan toisaalta tarkastella myös markkinapaikan ja liikkeeseenlaskijan välisinä sopimuksia, joissa markkinaosapuolet sitoutuvat noudattamaan markkinapaikan sääntöjä. Tällöin tiedonantovelvollisuudet saavat sopimusoikeudellisen ulottuvuuden ja sijoittajat ovat hahmotelmassa mukana sopimusvelvollisuuksia vastaavien oikeuksien haltijoina.⁴³

Rahoitusteoriassa sekä yhtiöllä että sijoittajalla on oikeus samaan tietoon. Informaatioepäsymmetria on siten ei-toivottu tilanne. Yhtiöllä ei kuitenkaan ole velvollisuutta julkaista kaikkea mahdollista tietoa. Esimerkiksi liikesalaisuudet yhtiö saa pitää omana tietonaan, koska sille on aiheutunut kustannuksia niiden hankkimisesta. Tällainen tieto on yhtiön varallisuutta, jolla on omaisuudensuoja. Kaiken tiedon läpinäkyvyys, kattavuus ja ajantasaisuus riistäisivät yhtiöltä informaation hankkimisen tuoman edun – ja myös yhtiöön sijoittaneiden mahdollisuuden hyötyä arvonnoususta. Yhtiö ei voi toisaalta myöskään pitää kaikkea olennaista tietoa itsellään. Sen on tiedotettava, jotta varmistettaisiin kaikille samanaikaisesti riittävät ja oikeat tiedot, jotta varat kohdistuisivat tehokkain yhtiöihin, jotta virheellisten tietojen leviäminen markkinoilla estettäisiin ja jotta sijoittajille ei aiheutuisi tiedon hankkimisesta kohtuuttomia kustannuksia.⁴⁴ Kun liikkeeseenlaskija rikkoo mitä tahansa sille säädettyä tiedonantovelvollisuutta, kyse on informaatiohäiriöstä.⁴⁵

41 Hemmo 2004, s. 8.

42 Määttä 2006, s.27.

43 Rudanko 1998, s. 104 – 105.

44 Huovinen 2005, s. 779.

45 Korva 2004, s. 435.

2.4 Markkinaosapuolten tieto

Markkinaosapuolet voidaan jakaa ryhmiin tiedonsaantijärjestyksessä. Jos jokin osapuoli on tiedon saaja, jokin toinen osapuoli on tiedonantaja. Tällä tavalla jäsenelty markkinoiden informaatiomuodostus on kuitenkin liian yksinkertainen. Usein nimittäin tiedonantajan ja -saajan roolin lisäksi korostuu myös osapuolten rooli toimijana. Sekä tiedonantaja että tiedonsaaja ovat samalla myös tiedon ja toiminnan osia.⁴⁶

Eri toimijoiden hallussa oleva tieto vaihtelee olennaisesti. Osakkeenomistajilla, muilla sijoittajilla, arvopaperinvälittäjillä, liikkeeseenlaskijoilla ja muilla markkinatoimijoilla oleva informaatio on hyvin erilaista. Informaatio voidaan ryhmitellä esimerkiksi yritystietoon ja muut tietoryhmät sisältävään ulkoiseen tietoon. Relevantit ryhmät voivat poiketa eri sääntelykontekstissa toisistaan.⁴⁷

Yhtiötiedolla tarkoitetaan laajasti kaikkea yhtiön liiketoiminnassaan keräämää tietoa, jota yhtiön johto käyttää päätöksenteossaan. Kyse on yhtiötä ja sen käyttäytymistä koskevasta tiedosta.⁴⁸ Tällaisia tietoja voi olla esimerkiksi liiketoiminnan tuloksen kehittyminen, määräysvallan muutokset, johdon muutokset, sulautumiset ja jakautumiset, oikeusriidat, omaisuuden arvon muutokset, merkittävien velallisten maksukyvyttömyys, vetäytyminen ja siirtyminen uusille liiketoiminnan alueille ja vaikkapa vakuuttamattoman omaisuuden fyysinen tuhoutuminen.⁴⁹ Tällaiseen tietoon liittyy automaattisesti informaatioetu, koska yrityksen ulkopuolisilla ei ole mahdollisuutta saada tietoa haltuunsa muuten kuin yritykseen liittyvän aseman omaavan henkilön kautta, jos sitä ei ole julkistettu.⁵⁰ Edellä lausutusta on pääteltävissä, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena oleva tieto on tyypillisesti nimenomaan yhtiöntietoa.

46 Huovinen 2004, s. 111.

47 Annola 2005b, s. 97 – 98. Katso erilaisesta ryhmittelystä esimerkiksi Huovinen 2004, s. 112 ja Häyrynen 2009, s. 113 – 117.

48 Huovinen 2004, s. 121 – 129.

49 Knuts 2011, s. 35 – 37. Katso myös HE 137/2004, s. 51 – 52.

50 Annola 2005b, s. 99.

Markkinatietona on pidetty tietoa arvopapereita koskevista toimeksiannoista tai suunnitteilla olevasta julkisesta osto- tai lunastustarjouksesta.⁵¹ Markkinatieto voi kuitenkin olla myös yleistä ja julkisista lähteistä saatavaa toimiala- tai suhdannetietoa tai yksittäiseen yhtiöön liittyvää tietoa. Markkinatietoa on tasapuolisesti kenen tahansa vastikkeetta saatavissa oleva tieto, jonka yhtiöt ovat toiminnastaan määrämuotoisesti julkistaneet tai joka on virallislähteistä saatavissa.⁵² Markkinatietoa voi olla esimerkiksi tilastotietoa välittävien julkisten laitosten julkaisemat tiedot tai tilastot, keskuspankin korkoja koskevat päätökset, valtioneuvoston verotukseen liittyvät päätökset, muutokset kaupankäyntitavoissa ja vaikkapa kilpailuviranomaisten listattuja yhtiöitä koskevat päätökset.⁵³ Vaikka jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena on tyypillisesti yhtiöntieto, yhtiön on toisinaan tiedotettava myös joistakin markkinatiedoista, kuten jäljempänä tässä tutkimuksessa ilmenee.

Informaatio on aina enemmän tai vähemmän ympäristöön liittyen ja ympäristönsä perusteella arvioitavissa oleva seikka. Arvopaperimarkkinoilla informaation asema voi myös muuttua sen myötä, minkälaisen markkinatoimijan tietoon informaatio tulee. Tiedon ryhmittely muodostaa siksi vain lähtökohdan informaation aseman arvioinnissa. Informaatio voi siirtyä ryhmästä toiseen. Markkinatieto voi esimerkiksi muuttua yhtiötiedoksi sen myötä, että tieto siirtyy kohdeyrityksen tietoon. Yhtiötieto voi siirtyä markkinatiedoksi, jos yrityksessä tapahtuu tietovuoto.⁵⁴ Yhtiötiedosta tulee markkinatietoa myös silloin, kun se julkistetaan.

2.5 Tehokkuusperiaate ja sijoittajansuojaperiaate lainsoveltajan apuna

Arvopaperimarkkinalaki on säännöksenä normien sanamuotoilultaan varsin väljä ja koostuu ensisijaisesti periaatteista. Kyse on puitelaista.⁵⁵ Lainsäätäjällä ei ole yrittänyt

51 KM 1987:44, s. 337.

52 Huovinen 2004, s. 146 – 147. Katso kuitenkin Annola 2005b, s. 99 – 101, joka erottaa markkinatiedosta virallistiedon.

53 Knuts 2011, s. 38 – 45. Knuts erottaa liikkeeseenlaskijatiedon ja markkinatiedon lisäksi vielä itsetiedon. Itsetietoa on toimijan tieto omista tulevista toimistaan.

54 Annola 2005b, s. 102 – 103.

55 Astola 1990, s. 21.

ratkaista normitasolla kaikkia vastaan tulevia ongelmia. Tällaisen väljän sääntelyn etuna on sen, että laki soveltuu useaan lainsäädäntövaiheessa ennakoimattomaankin ongelmatilanteeseen. Markkinoiden toimintavapaus on siis pyritty turvaamaan joustavan sääntelyn keinoin. Koska sääntely ei ole tyhjentävää, laki on myös tulkinnanvarainen. Arvopaperimarkkinalain normit antavat siten paljon tulkinnanvaraa lainsoveltajalle.⁵⁶

Arvopaperimarkkinalakia on muutettu sen voimassa ollessa useita kertoja. Oikeusteoreettisessa keskustelussa alati muuttuvan lainsäädännön on katsottu kuuluvan oikeuden myrskyisään pintarakenteeseen. Tällaisessa tilanteessa tarvitaan jotain pysyvämpää ja vakaampaa, johon esimerkiksi tuomarit voivat työssään tulkintatilanteessa tukeutua. On puhuttu oikeuskulttuurin tasosta, johon kuuluvat muun muassa eri oikeudenalojen yleiset oikeusperiaatteet.⁵⁷

Kuten edellä on todettu rahoitusteorian mukaan markkinat ovat sitä tehokkaammat, mitä paremmin markkinahinnat heijastavat kaiken hintoihin vaikuttavan informaation. Markkinoiden tehokkuus on keskeinen periaate, ja informaatiotehokkuuteen pyritään muun muassa arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuuksia koskevilla säännöksillä. Tehokkuus voitaisiin siis nähdä eräänä arvopaperimarkkinoiden oikeusperiaatteena.

Toinen keskeinen rahoitusteoreettinen lähtökohta on sijoittajansuojan toteuttaminen. Rahoitusresurssien tehokas allokaatio markkinoilla ei toteudu, ellei lainsäädäntö ja oikeusjärjestelmä suojaa rahoittajien etuja. Sijoittajien suojan taso vaikuttaa sekä heidän valmiuksiinsa rahoittaa yrityksiä että rahoituksen ehtoihin. Markkinoiden luotettavuuden edellytyksenä ei ole se, että sijoittajat luottavat markkinoilla toimivien yksilöiden rehellisyyteen vaan heidän tulee luottaa nimenomaan oikeudellisen järjestelmän toimivuuteen. Markkinat ovat lähtökohtaisesti sitä tehokkaampia, mitä paremmin sijoittajia suojaavia säännökset toimivat.⁵⁸ Näin ollen sijoittajansuojan toteuttaminen voidaan niin

56 Häyrynen 2006b, s. 629.

57 Tuori 2000, s. 171 ss. ja 196. Yleisiä oikeusperiaatteita on useilla oikeudenaloilla esimerkiksi velvoiteoikeudessa (katso Hemmo 2004, s. 6 – 9) tai ympäristöoikeudessa (katso Hollo 2004, s. 6 ss.).

58 Häyrynen 2009, s. 39.

ikään nähdä eräänä arvopaperimarkkinoiden oikeusperiaatteena.

Joustavuuteen pyrkimisen seurauksena arvopaperimarkkinalain säännökset on edellä kerrotulla tavalla jouduttu kirjoittamaan melko väljiksi. Väljäsisältöiset normilauseet antavat mahdollisuuksia erilaisiin ratkaisuvaihtoehtoihin. Tällaisessa tilanteessa ratkaisuvaihtoehto voidaan sitoa periaatteisiin.⁵⁹ Oikeusperiaatteille on tyypillistä, että ne soveltuvat yksittäisissä ongelmatilanteissa enemmän vai vähemmän -tyyppisesti ja ne ovat hyvin arvosidonnaisia. Kuitenkin oikeusperiaatteilla on vähintäänkin heikkoasteisen velvoittavuutensa vuoksi tuomarın ratkaisuharkintaa tiettyyn suuntaan johtava vaikutus.⁶⁰

Oikeusperiaatteet voivat toimia esimerkiksi tuomioistuimen päätöksenteon lähdepohjana ja itsenäisinä argumentteina oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa. Ne palvelevat myös lähtökohtina oikeudellisessa argumentoinnissa ja toimivat lainsäännösten sekä sopimusten täydentäjinä.⁶¹

Kaikesta edellä tässä luvussa lausutusta voidaan siten tehdä seuraava johtopäätös: Arvopaperimarkkinalain tulkinnassa voidaan eräänä argumenttina yksittäisten normien soveltamista harkittaessa pitää sitä, että valitaan mahdollisimman pitkälle rahoitusmarkkinoiden informaatiotehokkuutta tai sijoittajien suojaa ja sitä kautta markkinoiden luottamusta edistävä tulkinta.

Saatetaan esimerkiksi joutua arvioimaan tiedonantovelvollisuuden rajatapausta eli sitä, olisiko yhtiön pitänyt tiedottaa jostakin seikasta vai ei. Yksityiskohtaista soveltamisohjetta ei kaikissa tapauksissa välttämättä löydy kirjoitetusta oikeudesta tai itsesääntelystä. Tällöin informaatiotehokkuutta puoltava tulkinta kallistaisi vaakakupin siihen suuntaan, että yhtiön olisi pitänyt tiedottaa. Samaan lopputulemaan päädyttäisiin painottamalla

59 Kavonius 2004, s. 96.

60 Siltala 2001, s. 62 – 63. Katso oikeusperiaatteista ja niiden soveltamisesta lainkäytössä Tuori 2007, s. 149 – 158.

61 Wiren 2006, s. 386. Katso myös Kavonius 2004, s. 96.

myös sijoittajien suojaa. Aina tietyn periaatteen mekaaninen soveltaminen ei kuitenkaan ole mahdollista.

Kuten aiemmin on todettu, samaan tietoon on oikeus sekä yhtiöllä että sijoittajalla. Yhtiön ja sijoittajan oikeudet samaan tietoon näyttävät ristiriitaisilta. Kyse on kuitenkin jatkuvasta tasapainon hakemisesta tiedonantovelvollisuuden alaisen tiedon ja salaisen yhtiön tiedon välillä. Lainsoveltajan onkin siten valittava markkinatehokkuutta tai sijoittajansuojaa tukeva tulkinta vain siinä tapauksessa, että muut näkökohdat eivät riittävän vahvasti edellytä toisenlaista ratkaisua.⁶²

62 Hoppu 2004, s. 26.

3. PÖRSSIYHTIÖN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN NORMIPOHJA

Tässä luvussa hahmotellaan sitä, mihin normeihin pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudet perustuvat. Lyhyen lainsäädäntöhistoriallisen katsauksen jälkeen tarkastelun pääpaino siirtyy jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeviin tai siihen olennaisesti liittyviin normeihin. Muut informaatiovelvollisuudet sivuutetaan maininnalla.

On syytä korostaa, että tässä luvussa esitellään vain relevanteimmat normit. Jatkovaa tiedonantovelvollisuutta koskevaa sääntelyä on toki enemmänkin, ja sitä huomioidaan tämän tutkimuksen edetessä tarpeellisissa määrin.

3.1 Sääntelyn kehitys ja rakenne

Arvopaperikauppa on pitkälle 1980-luvulle ollut Suomessa verrattain suppean henkilöryhmän harrastamaa toimintaa. Aktiivisia sijoittajia on ollut vähän ja itse kaupankäynnin on hoitanut pieni joukko siihen erikoistuneita toisensa tunteneita välittäjiä. Lainsäädännön puuttuessa toimintaa arvopaperimarkkinoilla on säännelty markkinapaikkojen ja markkinaosapuolten laatimin itsesääntelynormein. Näitä olivat jo Helsingin Pörssin aikaiset pörssikomitean päätökset pörssilistalle ottamisen edellytyksistä sekä pörssissä tapahtuvaa kaupankäyntiä koskevat normit. Merkittäviä pörssikauppaa koskevia itsesääntelynormeja saatiin kuitenkin vasta Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan sääntöjen, ohjesäännön ja järjestyssäännön tullessa voimaan 1980-luvun puolivälissä.⁶³ Pörssin ulkopuolisia markkinoita koskevia itsesääntelynormeja olivat meklarikokouksen vuonna 1982 vahvistamat meklarilistaa koskevat kauppatapasäännöt sekä Arvopaperinvälittäjien yhdistyksen vuonna 1985 vahvistamat OTC-listaa koskevat säännöt.⁶⁴

63 Astola 1990, s. 15.

64 Astola 1990, s. 15 ja KM 1987:44, s. 82.

Itsesääntelyllä ei ole pelkästään hyviä puolia eikä sitä pidetty edes riittävänä. Ensiksikin itsesääntelyllä voitiin tavoittaa vain ne, jotka jäsenyyden tai tekemiensä sopimusten nojalla olivat velvollisia noudattamaan kyseisiä normeja. Toiseksi itsesääntelynormien tehokkuutta normien antajaan nähden ei voitu valvoa. Kolmanneksi katsottiin, etteivät itsesääntelyn silloiset sanktiomuodotkaan olleet riittäviä seuraamuksia markkinoiden toimintaa uhkaavista menettelytavoista.⁶⁵

Itsesääntelyllä nähtiin olevan kuitenkin merkitystä sijoittajien luottamuksen säilymiselle. Sen katsottiin puolustavan paikkaansa lainsäädännön ja sen nojalla annettujen viranomais määräysten rinnalla. Itsesääntelyä pidettiin lainsäädäntöä joustavampana tapana antaa tarkempia määräyksiä markkinaosapuolille ja ottaa huomioon arvopaperien vaihdantaan vaikuttavat muutokset talouselämässä.⁶⁶

Kansainvälisen kasinotalousnousun vaikutukset alkoivat ulottua Suomeen 1980-luvun jälkipuoliskolla, ja samaan aikaan rahoitusmarkkinoiden säännöstelyjärjestelmä oli purettu. Seurauksena oli Suomen arvopaperimarkkinoiden laajentuminen ja eriytyminen. Markkinat kansainvälistyivät, ja ulkomaiset sijoittajat alkoivat kiinnostua Suomen markkinoista. Kattavan arvopaperimarkkinaoikeudellisen lainsäädännön tarve alkoi olla polttava.⁶⁷

Kehitys johti 1980-luvun lopun mittavaan kansalliseen lainsäädäntöohjelmaan. Ensimmäinen puhtaasti arvopaperimarkkinoita koskeva säädös oli vuonna 1987 voimaan tullut sijoitusrahastolaki (470/1987). Seuraavaksi syksyllä 1988 tuli voimaan laki kaupan käynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988), jolla johdannaismarkkinat saatiin lainsäädännön piiriin. Elokuun 1. päivänä 1989 tuli voimaan arvopaperimarkkinalaki (495/1989) ja samaan aikaan myös arvopaperinvälittäjälaki (499/1989).⁶⁸

65 Katso itsesääntelyn haittapuolista erityisesti Samuelsson 1991, s. 323.

66 KM 1987:44, s. 262 – 263.

67 Rudanko 1998, s. 7.

68 Astola 1990, s. 18.

Suomen siirtyminen ensin ETA:een ja sitten EU:iin aiheutti lainsäädännön harmonisointitoimien vuoksi mittavaa lainsäädäntötyötä ja muun muassa muutoksia arvopaperimarkkinalakiin. Arvopaperimarkkinalakia on muutettu useita kertoja, ja uudistuksia on vireillä.⁶⁹

Nykyisin arvopaperimarkkinoita säännellään lainsäädännöllä ja markkinaosapuolten omalla itsesääntelyllä. Tämän tutkimuksen kohteen eli jatkuvan tiedonantovelvollisuuden normisto koostuu arvopaperimarkkinalaista, Rahoitustarkastuksen, nyttemmin Finanssivalvonnan, viranomaiskannanotoista sekä Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännöstä. Lisäksi yhtiön tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen vaikuttavat markkinaosapuolten muu omaehtoinen itsesääntely ja tapanormit.⁷⁰

3.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 – 6c §:ssä, valtionvarainministeriön asetuksessa liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (153/2007), Rahoitustarkastuksen (nykyisin Finanssivalvonnan) standardissa 5.1 ja Helsingin pörssin säännöissä kohdassa 3.2.⁷¹

Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan listayhtiön säännönmukaista taloudellista tiedottamista eli osavuosikatsauksen tai johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöstiedotteen, tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja vuosikoosteen julkistamista.⁷²

69 Hoppu 2004, s. 30. Katso vireillä olevista uudistuksista HE 32/2012.

70 Katso sääntelyn kolmiportaisuudesta Kågerman 2001, s. 86 – 97. Myös rikoslain rangaistussäännöksillä on vaikutusta yhtiön tiedonantovelvollisuuden sisältöön, laajuuteen ja toteuttamiseen. Katso erityisesti arvopaperimarkkinarikoksia koskeva 51 luku.

71 Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta on säännöksiä myös Corporate Governance -suosituksessa.

72 Katso säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta lisää esimerkiksi Karjalainen, Laurila & Parkkonen 2008, s. 114 – 136.

3.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan pörssiyhtiön muuta kuin säännöllistä tarpeen mukaan tapahtuvaa tiedottamista olennaisista asioista. Lähtökohtana on, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava kaikki sellaiset tiedot, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sen arvopaperin arvoon.

Arvopaperimarkkinalailla on yhtymäkohtia moniin oikeudenaloihin. Arvopaperimarkkinalaissa säädetyn jatkuvan tiedonantovelvollisuuden taustalla vaikuttavat velvoite- ja yhtiöoikeudelliset säännökset sekä kaupankäyntiä koskevat yleiset sopimus- ja kauppaoikeudelliset normit. Näiden pohjalle on rakennettu erityisesti arvopaperimarkkinoita ja siellä tapahtuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset.⁷³

Edellä tässä tutkimuksessa on tullut selvitetyksi, että arvopaperimarkkinoiden halutaan olevan tehokkaita ja puolueettomia. Tehokkailla markkinoilla arvopaperien hintoihin heijastuvat tiedot arvopapereista itsestensä, niiden liikkeeseenlaskijoista, arvopaperien vaihdannasta sekä yleistaloudellisesta tilanteesta. Sijoittaja pystyy saamansa tiedon perusteella tekemään järkevän perustellun ratkaisun.⁷⁴

Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi on säädetty arvopaperimarkkinalain 2 luku. Kyseisessä luvussa on säännökset sekä ensi- että jälkimarkkinoita koskevista tiedonantovelvollisuuksista. Tämän tutkimuksen kannalta keskeinen on jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva yleissäännös.

Arvopaperimarkkinalaki 2 luku 7 § 1:

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun

⁷³ Huovinen 2004, s. 38.

⁷⁴ Astola 1990, s. 20.

arvopaperin arvoon. Liikkeeseenlaskijan on pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla.

Kuten tutkimuksen ensimmäisessä luvussa todettiin, markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä sisäpiiritiedolla ja tiedottamisvelvollisuuden alaisella tiedolla tarkoitetaan käytännössä samaa tietoa. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluva tieto ja sisäpiiritiedon määritelmät kulkevat siten hyvin pitkälle käsi kädessä. Sen vuoksi sisäpiiritiedon arvopaperimarkkinalaissa oleva määritelmä on otettava esille.

Arvopaperimarkkinalaki 5 luku 1 §:

Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Julkistettavaksi on säädetty liikkeeseenlaskijan päätökset sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat olennaiset seikat. Huomattava on, että sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltö sen sijaan koskee kaikkea julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää tietoa, jota ei ole julkistettu.⁷⁵

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rikkominen on sanktioitu rikoslain tiedottamisrikosta koskevassa säännöksessä ja erityisesti sen 2 kohdassa.

Rikoslain 51 luvun 5 §:

Joka tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta

- 1) arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa antaa arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai
- 2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (495/1989) velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon, on tuomittava arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

⁷⁵ HE 137/2004, s. 51.

Tiedottamisrikoksen toisessa kohdassa on kriminalisoitu arvopaperimarkkina-laissa säädettyjen tiedonantovelvollisuuksien rikkominen. Arvopaperimarkkina-laki sisältää edellä kerrotulla tavalla useita tiedonantovelvollisuuksia, joiden rikkominen saattaa täyttää säännöksen toisen kohdan mukaisen tunnusmerkistön. Pääasiassa tiedottamisrikossäännöksessä tarkoitettut tiedonantovelvollisuudet koskevat liikkeeseenlaskijoiden noudatettaviksi asetettuja velvollisuuksia sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Keskeisimmät velvoitteet sisältyvät lain 2 ja 6 lukuihin. Tiedottamisrikos voi periaatteessa soveltua myös 4 luvussa säädettyihin arvopaperinvälittäjiä sekä 5 luvun sisäpiirin omistusta koskeviin ilmoittamisvelvoitteisiin. Näissä yhteyksissä tiedoilla voi kuitenkin vain harvoin olla rangaistussäännöksessä edellytetty olennainen vaikutus.⁷⁶

Lakien ohella viranomaissääntely perustuu lakia alemmantasoisiiin säännöksiin, kuten Finanssivalvonnan standardeihin ja valtionvarainministeriön asetuksiin. Niissä täsmennetään ja täydennetään laissa asetettuja velvollisuuksia. Finanssivalvonnan tehtävänä on antaa lain soveltamisen kannalta tarpeellisia ja osapuolia sitovia määräyksiä siten kuin laissa on erikseen säädetty. Tämän ohella Finanssivalvonta antaa ei-sitovia ohjeita ja tulkintoja, joilla se pyrkii edistämään hyvien menettelytapojen noudattamista markkinoilla. Finanssivalvonnan tehtävänä on valvoa finanssimarkkinoilla toimivien toiminnan lainmukaisuutta sekä rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskua ja niillä tapahtuvaa kaupankäyntiä.⁷⁷ Kyseiseen tehtävään sisältyy epäiltyjen arvopaperimarkkinarikosten alustava tutkiminen.⁷⁸ Finanssivalvonta voi lisäksi antaa Finanssivalvonnasta annetun lain 4 luvussa säädettyjä hallinnollisia seuraamuksia finanssimarkkinoita koskevien säännösten tai määräysten rikkomisesta.

Finanssivalvonnan standardissa 5.2b erityisesti sen luvuissa 5 – 6 on määräyksiä ja suosituksia jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Kyseisten lukujen rakenne on seuraava.

76 HE 254/1998, s. 15 ja 31 – 32. Katso tiedottamisrikoksesta enemmän esimerkiksi Segerman 2001, s. 237 – 257.

77 Finanssivalvonnan tehtävistä säädetään Finanssivalvonnasta annetun lain 3 §:ssä.

78 HE 175/2002, s. 42.

5 Tiedonantovelvollisuus⁷⁹

- 5.1 Tiedonantovelvollisuuden tavoite
- 5.2 Julkistettava tieto
- 5.3 Julkistamisen ajankohta
- 5.4 Julkistamisen lykkääminen
 - 5.4.1 Tiedon julkistamisen lykkäämiselle asetettavat edellytykset
- 5.5 Sisäpiirintiedon ilmaisukielto
- 5.6 Julkistettavat päätökset ja seikat
- 5.7 Tulevaisuudennäkymät
- 5.8 Tulosvaroitukset
- 5.9 Yksittäiset kaupat, tilaukset ja muut liiketoimintaan liittyvät sopimukset
- 5.10 Yrityskaupat ja muut yritysjärjestelyt

6 Tietojen julkistaminen, jakelu ja saatavilla pito

- 6.1 Lähtökohta
- 6.2 Tietojen julkistaminen
 - 6.2.1 Menettelytavat
 - 6.2.2 Tiedon tasapuolinen julkistaminen
 - 6.2.3 Julkistamisessa käytettävä kieli
- 6.3 Tietojen saatavilla pito
 - 6.3.1 Tiedotevarasto
 - 6.3.2 Liikkeeseenlaskijan omat internetsivut
- 6.4 Omien osakkeiden hankintaan liittyvä julkistamisvelvollisuus

Pörssiyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ulottuvuudet syvenevät Helsingin arvopaperipörssin ohjesäännön ja erityisesti sen 3.3 luvun myötä. Pörssin säännöissä on lueteltu lukuisa joukko jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yksittäisiä tilanteita, joissa yhtiön on julkistettava tietoa. Helsingin pörssi valvoo antamiensa itsesääntelynormien noudattamista. Ohjesäännössä on normeja seuraavista asioista.

3.3 Pörssiyhtiön jatkuva tiedonantovelvollisuus⁸⁰

- 3.3.1 Ennuste ja tulevaisuutta koskeva lausuma
- 3.3.2 Odottamaton ja olennainen muutos tuloksessa tai taloudellisessa asemassa
- 3.3.3 Yhtiökokous
- 3.3.4 Arvopapereiden liikkeeseenlaskut
- 3.3.5 Muutokset pörssiyhtiön hallituksessa tai johdossa ja tilintarkastajan vaihtuminen
- 3.3.6 Osakepohjaiset kannustinohjelmat

⁷⁹ Finanssivalvonnan standardi 5.2b, Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus, Määräykset ja ohjeet, diaarinumero 7/120/2004.

⁸⁰ Pörssin säännöt. Voimassa 1.7.2012 lukien.

- 3.3.7 Pörssiyhtiön ja sen lähellä olevien tahojen liiketoimet
- 3.3.8 Yrityskauppa
- 3.3.9 Muutokset pörssiyhtiössä
- 3.3.10 Listausta koskevat päätökset
- 3.3.11 Muiden markkinapaikkojen vaatimat tiedot
- 3.3.12 Tapahtumakalenteri

Kågerman on todennut sääntelyn kolmiportaisuutta hahmotellessaan seuraavasti: ”Till den tredje kategorin hör regler som har sin grund i det allmänna rättsmedvetandet. Dessa regler utgör det som kallas 'god sed' på svenska, 'etik' på grekiska och 'moral' på latin. Dessa etiska regler är lika precisa och samtidigt lika oprecisa som sunt förnuft och gott omdöme.”⁸¹ Tähän *Kågermanin* tarkoittamaan kolmanteen kategoriaan voitaisiin lukea esimerkiksi Suomen Sijoitusanalyttikot ry:n eettiset säännöt ja Suomen IR-yhdistys ry:n ammatilliset ja eettiset periaatteet.⁸²

Näin on tullut hahmoteltua arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn kolmiportaisuus. Ensimmäiselle tasolle kuuluvat EU-säännökset, kotimainen laki ja asetukset. Toiselle tasolle tässä tutkimuksessa asetetaan Finanssivalvonnan standardit⁸³ ja Helsingin pörssin ohjeet sekä muu vastaava itsesääntely. Kolmas taso koostuu ammatillisista ja eettisistä periaatteista, suosituksista ja normeista. Seuraavaksi saadaan havaita, että sääntelyn kolmijako ei ole näin yksiselitteinen.

Aiemmin tässä tutkimuksessa on todettu, että arvopaperimarkkinalain normit ovat tulkinnanvaraisia. Tulkintaongelmia on pyritty vähentämään antamalla yksityistapauksiin soveltuvia viranomaistoimintaan, itsesääntelyyn tai tapanormistoon/yleiseen moraaliin perustuvia määräyksiä, ohjeita ja tulkintasuosituksia. Useat eritasoiset normit ovat vääjäämättä osin päällekkäisiä. Ongelmia aiheuttaa erityisesti säännösten hierarkia. Finanssivalvonnan määräykset ovat hierarkisesti pörssin sääntöjä ylempänä, mutta Finanssivalvonnan kannanotot eivät. Normiston päällekkäisyys aiheuttaa useita ristiriitaisuuksia ja tulkinnallisia ongelmia sitä noudattavalle yhtiölle. Yhtiölle aiheutuu merkittävää hait-

81 Kågerman 2001, s. 88.

82 Katso Huovinen 2004, s. 51 – 55, joka lukee tapanormeihin myös journalistien ohjeet.

83 Vaikka johdantoluvussa onkin katsottu, että Finanssivalvonnan standardit ja kyseisen viranomaisen kannanotot, ohjeet ja päätökset pikemminkin sijoittuvat lain ja varsinaisen itsesääntelyn välimaastoon.

taa, kun se joutuu tulkitsemaan samoihin tilanteisiin soveltuvia erilaisia ohjeita.⁸⁴

Arvopaperimarkkinalakiin on valmisteilla laajamittaisia muutoksia. Uuteen lakiin ehdotetut jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat pykälät vastaavat pääasiallisesti sisältöään tällä hetkellä voimassa olevaa oikeutta.⁸⁵

3.4 Muita informaatiota koskevia velvollisuuksia

Säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sekä sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellon lisäksi arvopaperimarkkinoilla toimivalla on muitakin informaatiota koskevia velvollisuuksia. Seuraavassa niistä esitellään keskeisimpiä luettelonomaisesti.

Tiedonantovelvollisuus arvopaperien tarjoamisen ja julkisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisen yhteydessä (2:2)⁸⁶, velvollisuus julkistaa esite (2:3 ja 3 a), konsernisuhteen syntymisen julkistaminen (2:6), liputusvelvollisuus (2:9 ja 2:10), omien osakkeiden kauppaa koskeva ilmoitusvelvollisuus (2:10a), meklarilistan yhtiön tiedonantovelvollisuus (3a:13), julkista ostotarjousta koskevan päätöksen julkistaminen (6:3), tarjousasiakirjan julkistaminen (6:3 ja 6:4), ostotarjouksen tuloksen julkistaminen (6:9) ja velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous (6:10).

Kaikilla näillä informaatiota koskevilla säännöksillä pyritään aiemmin käsiteltyyn rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen.

84 Katso ongelmista enemmän Huovinen 2004, s. 55 – 71.

85 HE 32/2012, s. 116 – 119.

86 Suluissa on kyseinen arvopaperimarkkinalain säännös.

4. JATKUVAN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN TARKEMPI SISÄLTÖ

Edellä on esitetty jatkuvan tiedonantovelvollisuuden teoreettiset lähtökohdat. On saatu vastaus kysymykseen, miksi pörssiyhtiölle on asetettu tiedonantovelvollisuus. Tässä luvussa siirrytään teoriasta käytäntöön. Tavoitteena on hahmotella jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yksityiskohtainen sisältö: millaisista seikoista on tiedotettava ja milloin niistä on tiedotettava? Luvun lopussa käsitellään muutamaa erityistapausta: markkinauhua, tietovuotoa, tulevaisuudenennusteita ja tulosvaroitusta. Aivan lopuksi pohditaan vielä sitä, millainen tieto on totuudenvastaista ja harhaanjohtavaa.

Aiemmin tässä tutkimuksessa lausuttua voidaan kiteyttää seuraavasti: Arvopaperimarkkinoilla noteeratulle yhtiölle on asetettu velvollisuus huolehtia siitä, että yhtiön osakkeenomistajilla ja muilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla on riittävät, oikeat ja ajantasaaiset tiedot yhtiöstä perusteltujen sijoituspäätösten tekemiseksi. Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään myös turvaamaan markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin.⁸⁷ Kyse on siten sijoittajansuojasta, jota on pidettävä korostuneesti informaation luonteeseen, laatuun ja riittävyyteen liittyvänä suojamuotona.⁸⁸ Rahoitusmarkkinoiden tehokkuus on riippuvainen markkinoiden luotettavuudesta ja sijoittajia suojaavien säännösten toimivuudesta. Sääntelyllä suojataan sijoittajien luottamusta.⁸⁹

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n mukaan listayhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle arvopaperipörssille tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sen osakkeen arvoon. Vastaava koskee myös yhtiötä, joka on hakenut osakkeensa listaamista.

⁸⁷ Häyrynen & Virtanen 2007, s. 70.

⁸⁸ Lauriala 2001, s. 189.

⁸⁹ Häyrynen 2009, s. 39.

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 1 momentissa asetettu tiedonantovelvollisuus on vähimmäisvaatimus. Laajempia ja tarkempia säännöksiä on Finanssivalvonnan standardeissa ja Helsingin pörssin säännöissä, joita niin ikään käsitellään tässä luvussa.

4.1 Julkistettavat päätökset ja seikat

Liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistamat tiedot on jaettu kahteen ryhmään. Ensimmäinen ryhmä sisältää liikkeeseenlaskijan tekemät päätökset. Toinen ryhmä käsittää kaikki muut liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat. Julkistettavat päätökset ja seikat voivat koskea esimerkiksi taloudellisia, operatiivisia tai rakenteellisia asioita.⁹⁰

Julkistamista voivat vaatia yhtiön sisäiset päätökset tai sellaiset seikat, jotka ovat alun perin vain yhtiön palveluksessa olevien tai sen hallintoelinten tiedossa. Yhtiön tiedonantovelvollisuus voi kuitenkin koskea myös ulkopuolisten tekemiä yhtiötä tavalla tai toisella koskevia ratkaisuja. Myös yhtiön kannalta merkittäviä ulkopuolisia kuten yhteistyökumppaneita koskevat seikat voivat edellyttää julkistamista.⁹¹

Lain esitöissä on pyritty antamaan esimerkkejä säännöksessä tarkoitetuista päätöksistä. Julkistettavia päätöksiä voivat olla esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, jotka koskevat tilinpäätöstä, osakeantia tai osingonjakoa, sekä liikkeeseenlaskijan toiminnan tai organisaation merkittävät järjestelyt, nimitykset ja muut liiketoimet. Liikkeeseenlaskijalle voi syntyä tiedottamisvelvollisuus myös ylimmän johtonsa liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskevista kaupoista, jos tällainen kaupankäynti muuttaa merkittävästi johdon arvopaperiomistuksia.⁹²

Valmisteltavana olevia päätöksiä ei tarvitse julkistaa, mutta jos ne ovat omiaan olennai-

90 Häyrynen 2009, s. 68.

91 Astola 1990, s. 93 – 94 ja HE 157/1988, s. 28 – 29.

92 HE 137/2004, s. 52.

sesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon, ne ovat sisäpiiritietoa julkistamiseen asti.⁹³

Helsingin pörssin säännöissä on pyritty täsmentämään julkistamisvelvollisuuden alaisen päätösten sisältöä. Pörssin sääntöjen noudattamisvelvollisuus syntyy yhtiölle, kun se on päättänyt listalle hakemisesta ja julkistanut päätöksensä.⁹⁴ Seuraavassa muutamia esimerkkejä siitä, millaisia päätöksiä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 1 momentissa tarkoitetaan.

Pörssin sääntöjen kohdan 3.3.3 mukaan yhtiökokouksen tekemä päätös on julkistettava, ellei kyseinen päätös ole vähämerkityksellinen. Jos yhtiökokous on valtuuttanut hallituksen päättämään myöhemmin jostakin tietystä seikasta, tällaista seikkaa koskeva hallituksen päätös on julkistettava, ellei kyseinen päätös ole vähämerkityksellinen. Kohdan 3.3.4 mukaan pörssiyhtiön on julkistettava kaikki ehdotukset ja päätökset, jotka koskevat osakepääoman tai osakkeiden tai muiden pörssiyhtiön osakkeisiin liittyvien arvopapereiden lukumäärän muuttamista, ellei ehdotus tai päätös ole vähämerkityksellinen.

Pörssin sääntöjen kohdan 3.3.6 mukaan pörssiyhtiön on lisäksi julkistettava päätös osakepohjaisen kannustinohjelman käyttöönotosta. Tiedotteesta on käytävä ilmi tiedot ohjelman keskeisistä ehdoista. Vielä kohdan 3.3.10 mukaan yhtiön on julkistettava tieto siitä, kun se hakee arvopapereidensa listausta pörssissä ensimmäistä kertaa tai kun se hakee rinnakkaislistausta toisella markkinapaikalla. Pörssiyhtiön on julkistettava tieto myös päätöksestä hakea arvopapereidensa listalta poistamista pörssistä tai muulta markkinapaikalta. Pörssiyhtiön on julkistettava myös tällaisista hakemuksista annetut päätökset.

Toisen julkistamisvelvollisuuden alaisen ryhmän muodostavat yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat. Liikkeeseenlaskijan on julkistettava kaikki sellaiset seikat, joita arvopaperimarkkinoita tunteva huolellinen sijoittaja pitää julkistamisen arvoisina. Näitä seik-

93 Karjalainen ym. 2008, s. 139.

94 Katso Helsingin pörssin säännöt 1.1.11, jossa pörssiyhtiöön rinnastetaan *pörssiyhtiöksi aikoja*.

koja ovat ne, joita sijoittaja pitäisi tärkeinä ja riittävinä harkitessaan sijoituspäätöstä liikkeeseenlaskijan arvopaperiin.⁹⁵

Yhtiön on julkistettava muun muassa yhtiön organisaation ja toiminnan merkittävät järjestelyt, nimitykset, yrityskaupat, liiketoimet, viranomaisten yhtiötä koskevat päätökset Suomessa ja ulkomailla, yhtiön konserniyhtiöiden tai liikeyhteisöjen taloudelliset vaikeudet, yhtiötä koskevat tuomioistuimen ratkaisut, viranomaiskäsittelyt tai välimiesmenettelyt.⁹⁶

Pörssin sääntöjen kohdan 3.3.8 mukaan pörssiyhtiön on julkistettava sellainen yrityksen tai liiketoiminnan hankinta tai myynti, joka on arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava. Tiedotteesta on käytävä ilmi: kauppahinta, ellei erityisestä syystä muuta johdu, maksetapa, merkitykselliset tiedot yrityskaupan kohteesta, yrityskaupan perustelut, arvioidut vaikutukset pörssiyhtiön toimintaan, yrityskaupan aikataulu ja mahdolliset yrityskauppaa koskevat keskeiset muut ehdot. Yrityskaupan kohteena olevasta yrityksestä tai liiketoiminnasta on annettava kuvaus, josta käy ilmi kohteen keskeinen liiketoiminta, aiempi tuloskehitys ja taloudellinen asema.

Kuten edellä on todettu, julkistamisvelvollisuuden alainen liikkeeseenlaskijaa koskeva tieto on sisäpiiritietoa siihen asti, kunnes tieto julkistetaan.⁹⁷ Tässä yhteydessä on mielenkiintoista pohtia yrityskauppaa koskevan informaation muotoutumista sisäpiiritiedoksi ja velvollisuutta julkistaa lopulta kyseinen tieto.

Helsingin pörssi on antanut sisäpiiriohjeen.⁹⁸ Sisäpiiriohjeen mukaan hankkeella tarkoitetaan yhtiössä luottamuksellisesti valmisteltavaa, yksilöitävissä olevaa toimenpidekonaisuutta tai järjestelyä, jonka julkistaminen olisi omiaan olennaisesti vaikuttamaan

95 HE 157/1988, s. 25.

96 HE 157/1988, s. 29.

97 Kurenmaa 2003, s. 130.

98 Helsingin pörssin sisäpiiriohje, voimaan 9.10.2009. Seuraavassa ovat esillä ohjeen kohdat 7.3.1, 7.3.1.1 ja 7.3.1.2.

yhtiön julkisenkaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin arvoon. Tyypillisiä hankkeita, jotka toteutuessaan tulee julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella, ovat muun muassa merkittävät yritys- ja toimialajärjestelyt, merkittävät liiketoiminnan uudelleensuuntaamiset, merkittävät saneeraussuunnitelmat ja tulosparannusohjelmat, merkittävät yhteistyösopimukset, pörssin sääntöjen mukaiset merkittävät yritys-kaupat sekä julkiset ostotarjoukset ja merkittävät osakeannit.

Katkoviiva kuvaa ajankohtaa, jolloin yrityskauppa on sisäpiiritietoa. Liikkeeseenlaskijaa koskevaa seikkaa ei ole kuitenkaan pakko julkistaa, ennen kuin lopullinen sopimus tai esisopimus on allekirjoitettu.⁹⁹ Mikäli sisäpiiritiedon asteelle edenneestä hankkeesta vuotaa tietoa yrityksen ulkopuolisille, tällainen liikkeeseenlaskijaa koskeva seikka on yleensä välittömästi julkistettava.¹⁰⁰

1. Alustavat analyysit ja selvitykset
 2. Yhteydenotot neuvonantajiin
 3. Alustavat yhteydenotot
 4. Ensimmäinen tapaaminen toisen sopijapuolen kanssa
 5. Alustavat keskustelut toisen sopijapuolen kanssa
 6. Osapuolten myönteinen suhtautuminen jatkokeskusteluihin
 7. Salassapitosopimuksen allekirjoittaminen
 8. Yhtiön päätös tai vastaava kannanotto edetä asian valmistelussa
-
9. Neuvottelut kaupan ehdoista ja rakenteesta / aiesopimus
 10. Due diligence, johdon esitykset ynnä muuta
 11. Kaupan lopullisia ehtoja määritellään
 12. Järjestely hyväksytään yhtiössä

⁹⁹ Vertaa Helsingin pörssin säännöt 3.3.8

¹⁰⁰ Arvopaperimarkkinalaki 2 luku 7 § 3 momentti.

13. Sopimuksen tai esisopimuksen allekirjoittaminen

14. Julkistaminen

Finanssivalvonnan standardin kohdan 5.6 mukaan liikkeeseenlaskijan toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon, ovat yleensä esimerkiksi liikkeeseenlaskijaa koskevat viranomaisen päätökset Suomessa tai ulkomailla, liikkeeseenlaskijaa koskevat tuomioistuimen päätökset sekä tiedot meneillään olevista välimiesmenettelyistä, viranomaiskäsittelyistä tai oikeudenkäynneistä, joilla voi olla olennaista vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan. Lisäksi julkistettavia seikkoja voivat olla tiedot konserniyhtiöiden, merkittävien asiakkaiden tai tavarantoimittajien taloudellisista tai toiminnallisista vaikeuksista.

Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuussäännös on jo lain säätämisvaiheessa katsottu vähimmäisvaatimukseksi, jota voidaan ankaroittaa itsesääntelyssä.¹⁰¹ Pörssin säännöt sisältävät laajan kirjon esimerkkejä siitä, mitä ovat laissa tarkoitetut muut seikat. Pörssin säännöissä annettu esimerkkiluettelo ei ole kuitenkaan tyhjentävä. Tiedotettavina seikkoina voidaan pitää tietoja, jotka liittyvät uusiin tuotteisiin, tuotekehitykseen, merkittäviin asiakkaisiin, markkinaosuusmuutoksiin tai yhtiön toimintaan sen uudella markkina-alueella. Sijoittajien kannalta erittäin merkityksellistä tietoa on myös yhtiön tavoitteisiin tai strategioihin liittyvä informaatio. Ennen kaikkea yhtiön kasvu- ja investointistrategioissa tapahtuvat muutokset sekä niiden yhtiön toiminnalle mahdollisesti aiheuttamat seuraukset ovat keskeisiä sijoituspäätöksiin vaikuttavia tekijöitä.¹⁰²

Liikkeeseenlaskija voi tietyissä tilanteissa olla velvollinen tiedottamaan myös niin sanotuista yleiseen tietoon tulleista seikoista. Kyse on niin sanotun markkinatiedon tiedottamisvelvollisuudesta. Esimerkkeinä tällaisista yleisesti tietoon tulleista seikoista voidaan mainita valuutan devalvoituminen jollakin liikkeeseenlaskijan kannalta merkityksellisellä toiminta-alueella tai voimakkaat muutokset yhtiön käyttämien keskeisten raaka-ainei-

101 HE 157/1988, s. 24.

102 Häyrynen 2006a, s. 268.

den tai hyödykkeiden hinnoissa. Kyseiset seikat voivat myös liittyä yleiseen kansainväliseen tai kotimaiseen taloudelliseen kehitykseen vaikuttaviin tietoihin, kuten korkopäättöksiin tai verosääntelyn muutoksiin. Ääriesimerkkeinä tällaisesti yleisesti tietoon tulleista seikoista ovat maanjärjestys tai sotatila merkittävällä toiminta-alueella.¹⁰³

4.2 Olennainen tieto

Tässä alaluvussa käsitellään tarkemmin sitä, mitä on tiedottamisvelvollisuuden olennainen tieto. Alaluvussa pyritään löytämään vastaus myös kysymykseen siitä, miksi vain olennaisesta seikoista on tiedotettava. Vielä kirjoituksen keskiössä on sen selvittäminen, mitkä seikat vaikuttavat arvioon tiedon olennaisuudesta.

4.2.1 Informaatiotulvan ongelma

Arvopaperimarkkinoiden avautuminen merkitsee kilpailun lisääntymistä, mikä tarkoittaa myös tehokkuuden lisääntymistä. Markkinoilla soljuvat informaatiovirrat ovat kasvaneet ja lisääntyneet. Informaatiotulvan käsite liittyy tilanteeseen, jossa yritykset syyttävät markkinoille liikaa tietoa. Valtavan informaatiotulvan keskellä sijoittajille asetettavat vaatimukset kasvavat. Sijoituspäätösten tueksi on osattava poimia arvopapereiden hinnanmuodostuksen kannalta relevanttia tietoa sekä ymmärtää, mistä tällainen tieto on saatavissa.¹⁰⁴

Sijoittajilla on rajalliset valmiudet käsitellä markkinoilta saatavissa olevaa tietoa, minkä vuoksi pörssiyhtiön ei tule julkistaa vähäpätöisiä seikkoja. Mikäli liikkeeseenlaskija tiedottaa kaikesta mahdollisesta, kyse on informaatiohäiriöstä.¹⁰⁵

103 Häyrynen 2009, s. 70.

104 Lauriala 2001, s. 159.

105 Korva 2004, s. 439.

Markkinoilla noteerattujen arvopaperien hinnanmuodostuksen tehokkuus edellyttää julkistetulta informaatiolta luotettavuutta, laadukkuutta ja ajantasaisuutta. Läpinäkyvä ja aktiivinen tiedottaminen pienentää informaatioepäsymmetriaa yhtiön ja markkinoiden välillä.¹⁰⁶ Toteuttaessaan aktiivista ja läpinäkyvää tiedottamisstrategiaansa pörssiyhtiön velvollisuutena on huolehtia siitä, että se ei omilla toimillaan hämarrä tai haittaa informaation asianmukaisuutta. Huomio on kiinnitettävä avoimuuden aktiiviseen toteuttamisen lisäksi siihen, miten informaation järjestämistapoja voidaan kehittää sijoittajien tarpeita ajatellen ja millä tavalla informaatio laatu voidaan taata.¹⁰⁷

Markkinoiden tehokkuutta edistää niin ikään se, että sijoittajat pyrkivät seuraamaan mahdollisimman laajasti erilaisia arvopaperin arvoon vaikuttavia informaatiokanavia.¹⁰⁸ Informaatiotulvassa sijoittajan tulisi osata valita kaikista erilaisista kanavista se, josta arvopaperin arvoon vaikuttava olennainen tieto on mahdollisimman tehokkaasti saatavissa. Finanssivalvonnan standardin mukaan yhtiön on julkistettava tietonsa selkeästi ja johdonmukaisesti. Tällä tavoin sijoittaja pystyy erottamaan vähämerkityksellisen informaation olennaisesta sekä seuraamaan johdonmukaisesti informaation laadukkuuden kannalta hedelmällisiä kanavia.

Informaatiotulvan ja siitä aiheutuvien informaatiohäiriöiden estämiseksi arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:ssä on edellytetty yhtiön julkistavan vain tietoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Yhtiön ei siten tarvitse tehdä tiedonantoja kaikista sen tietoon tulleista uusista seikoista. Lähtökohta on kuitenkin yhtenäinen tiedotuspolitiikka eli että yhtiö tiedottaa tasapuolisesti sekä hyvistä että huonoista uutisistaan.¹⁰⁹ Toisaalta arvopaperin arvoon vaikuttavat myös monet yhteiskunnalliset tekijät ja kansainvälisen talouden muutokset. Nämä tekijät vaikuttavat yleensä koko pörssin nousu- tai laskukehitykseen ja siten myös lähes kaikkiin arvopapereihin. Yhtiön ei tule tiedottaa myöskään tällaisista yleisistä kansainvälisistä tekijöistä, mikäli niillä ei

106 Häyrynen ym. 2007, s. 71.

107 Korva 2004, s. 436.

108 Annola 2005a, s. 13.

109 Ruoho 2001, s. 122.

ole olennaista vaikutusmahdollisuutta arvopaperin arvoon.¹¹⁰

4.2.2 Sijoittajan perusteltu arvio ja yhtiön velvollisuus itsearviointiin

Lain esitöissä todetaan: ”Julkistamisvelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijan päätöksiä ja muita liikkeeseenlaskijan toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Koska säännöksellä ei ole tarkempaa sisältöä, liikkeeseenlaskijan on itse arvioitava, mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.”¹¹¹

Julkistamiskriteerinä on siis tiedon olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Olennaisuudelle ei ole säädetty mitään tiettyä lukuarvoa, vaan olennaisuus riippuu paljon yhtiöstä, seikan tai päätöksen laadusta ja myös yleisestä markkinatilanteesta.¹¹² Kriteeri on ongelmallinen monesta syystä: Julkistettavan päätöksen tai seikan harkinta tapahtuu, ennen kuin tiedetään, onko tiedolla arvopaperin arvoon vaikuttavaa ominaisuutta. Julkistettavan seikan olennainen syy-yhteys osakkeen arvoon on mahdollista näyttää toteen vasta asian julkitulon jälkeen. Julkistettavan asian ja osakkeen arvon välisen suoran yhteyden toteennäyttäminen on vaikeaa myös siksi, että osakkeen arvoon vaikuttavat monet muutkin seikat kuin yhtiön julkistamat tiedot. Osa tiedoista on osattu jo ennakoita ja hinnoitella markkinoilla etukäteen osakkeen hintaan.¹¹³

Keskeistä lain esitöiden mukaan kuitenkin on, että yhtiön on itse arvioitava seikan vaikutus arvopaperin arvoon. Tukea tiedon olennaisuuden arvioinnille voidaan hakea esimerkiksi siitä, miten sijoittajat tai muut markkinatoimijat ovat aikaisemmin reagoineet yhtiön tai jonkun toisen samalla toimialalla toimivan yhtiön julkistamiin vastaavanlai-

¹¹⁰ Ruoho 2001, s. 124.

¹¹¹ HE 137/2004, s. 52.

¹¹² Karjalainen ym. 2008, s. 139.

¹¹³ Huovinen 2004, s. 207. Katso myös Ruoho 2001, s. 117.

siin tietoihin taikka minkälaisiin asioihin esimerkiksi analyttikot tai salkunhoitajat ovat kiinnittäneet erityistä huomiota.¹¹⁴ Yhtiön ei kuitenkaan tarvitse kiinnittää huomiota markkinoiden odotuksiin. Perustellun arvion pohjaksi ei tule asettaa esimerkiksi analyttikkojen konsensusennusteita koskien yhtiön taloudellista kehitystä tai mitä yhtiön aikaisemmin julkistamista tiedoista voidaan perustellusti päätellä.¹¹⁵

Johdon itsearviointiin liittyy käsite business judgement rule eli liiketoimintapäätösperiaate. Kyseessä on yhdysvaltalainen doktriini, joka rajoittaa johdon vastuuta tekemistään liiketoimintaratkaisuksista. Kyseistä liiketoimintapäätösperiaatetta voidaan soveltaa arvioitaessa johdon vastuuta, kun se on pohtinut seikan tai päätöksen vaikutusta arvopaperin arvoon sekä tehnyt päätöksen julkistamisen tarpeellisuutta. Periaatteen mukaan yhtiön johto ei ole vastuussa liiketoimintaratkaisusta, jos 1. kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriitaa käsiteltävän asian suhteen, 2. johto käsittelee asian ja ratkaisee sen, 3. yhtiön johto hankkii asianmukaiset informaation ennen päätöksentekoa eli selvittää kaikki asiaan vaikuttavat oleelliset tiedot ja 4. toiminnalle löytyy järkevä liiketaloudellinen peruste eli että se on yhtiön edun mukainen. Periaate rakentuu siis olettamalle, että johto toimii riittävien tietojen pohjalta sekä hyvässä uskossa luottaen siihen, että ratkaisut ovat yhtiön parhaaksi.¹¹⁶

Business judgement rulen avulla ei voida ratkaista, onko yhtiöllä jostakin asiasta tiedonantovelvollisuus. Kriteerijä on kuitenkin mahdollista käyttää harkittaessa sitä, onko johto toiminut huolellisesti arvioidessaan seikan tai päätöksen julkistamista tai julkistamatta jättämistä. Jos yhtiö ottaa huolellisesti huomioon lain ja sen perustelut sekä toimii tältä pohjalta, sen pitäisi riittää. Jos taas Finanssivalvonta on antanut yksittäistapaukseen liittyvän selkeän ohjeen tai tietystä tilanteesta on yksityiskohtaisia toimintaohjeita pörsin säännöissä, näitä on tietenkin lain ja sen perustelun ohella noudatettava.¹¹⁷

114 Karjalainen 2008, s. 140.

115 Häyrynen ym. 2007, s. 72.

116 Mähönen & Villa 2006, s. 112 – 113 ja Mähönen & Villa 2010, s. 460 – 461.

117 Huovinen 2005, s. 771 – 772.

Johdon pääasiallinen tehtävä ei ole liiketoimintaratkaisuja tehdessään kuitenkaan pohtia, vaikuttaako toiminta ja siitä aiheutuva tieto arvopaperin arvoon. Johdon ensisijainen tehtävä on viedä liiketoimintaa eteenpäin eikä murehtia osakkeen arvoa. Kaiken informaation arvon arvioivat ensisijaisesti ja myös viime kädessä markkinat eikä yhtiön johdo.¹¹⁸

Tiedon olennaisuuden ja sen mahdollisen hintavaikutuksen arviointi on lähtökohtaisesti tehtävä objektiivisin kriteerein. Olennaisuuden arviointia täsmennetään sen oletetun hintavaikutuksen ohella kuitenkin myös sijoituspäätöstä tekevän sijoittajan näkökulmasta suoritettavan arvion nojalla. Tiedon olennaisuuden arvioinnissa on otettava huomioon se, olisiko järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttänyt kyseistä tietoa yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Arviointi siitä, olisiko kyseinen järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti ottanut sijoituspäätöstä tehdessään huomioon kyseisen tiedon, on tehtävä kaiken kyseisellä sijoittajalla tekohetkellä käytettävissä olleen tiedon perusteella. Kokonaisarvioinnissa on otettava huomioon kyseisen tiedon oletettu vaikutus suhteessa kyseisen liikkeeseenlaskijan toimintaan kokonaisuudessaan, tiedon lähteen luotettavuus sekä muut mahdolliset markkinatekijät, jotka ovat omiaan vaikuttamaan kyseisen rahoitusvälineen hintaan kyseisissä olosuhteissa.¹¹⁹

Yhtiön on siten asetettava markkinoilla toimivien huolellisten sijoittajien asemaan ja kysyttävä itseltään, vaikuttaisiko kyseinen tieto näiden arvioon sijoituspäätöksissään. Yhtiön johdon on arvioitava, pitäisivätkö markkinoilla toimivat sijoittajat tietoa suhteessa yhtiön aiemmin julkistamaan tietoon niin olennaisena, että ottaisivat sen huomioon sijoituspäätöstä tehdessään. Olennaisuutta on siten arvioitava niin markkinoiden kuin sijoittajienkin näkökulmasta.¹²⁰

Missään ei siis määritellä, kuinka suuri vaikutus on olennainen. Matemaattisesti voitai-

118 Huovinen 2004, s. 208 – 209.

119 HE 137/2004, s. 60 – 61. Viitatussa kohdassa puhutaan sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksesta. Lausuttu pätee kuitenkin myös julkistamisvelvollisuuden alaisen tiedon olennaisuusvaatimukseen. Tästä lisää jäljempänä.

120 Häyrynen 2009, s. 75.

siin laskea tietty prosenttiluku, joka määrittäisi olennaisen hintamuutoksen. Näin ei kuitenkaan ole tehty, mikä selittyy sillä edellä esiin otetulla seikalla, että arvopaperin hinnanmuodostus on usean tekijän summa. Yksittäisten seikkojen merkitystä kurssimuutoksen on vaikea eritellä. Olennaisuusarvio on vaikeimmillaan sellaisessa tilanteessa, jossa tulkinnalle jää eniten sijaa. Liikkeeseenlaskija joutuu punnitsemaan esimerkiksi sitä, saattaako lähes olennaisuuden kriteerit täyttävän informaation julkaiseminen antaa tiedolle suuremman merkityksen, mitä se todella ansaitsee. Tällöin on tapauskohtaisesti ratkaistava, mitä julkistetaan ja millä tavalla.¹²¹

Tukea tiedon olennaisuuden arvioinnille voi edellä todetulla tavalla hakea myös esimerkiksi siitä, miten sijoittajat tai muut markkinatoimijat ovat aikaisemmin reagoineet liikkeeseenlaskijan tai jonkun toisen liikkeeseenlaskijan julkistamiin vastaavankaltaisiin tietoihin taikka tietoihin, jotka muutoin ovat tulleet julkisiksi.¹²²

Markkinoiden aiempaa reagointia voidaan tarkastella ainakin kolmelta kannalta: 1. Miten tieto ja sen olennaisuus olisi eriytettävissä kaikista muista tiedoista, 2. Onko tieto yksin vai ainoastaan muihin tietoihin yhdistettynä olennainen ja 3. Miten sijoittajat ovat aikaisemmin reagoineet toisen liikkeeseenlaskijan vastaaviin tietoihin.¹²³

Mikäli markkinat ovat reagoineet epäyhteneväisellä tavalla tiettyyn liikkeeseenlaskijaa koskevaan tietoon, tuon tiedon ei helposti voida katsoa olevan olennainen. Samanlaisella tiedollahan tulisi olla samanlainen joko positiivinen tai negatiivinen vaikutus arvopaperin arvoon. Epäyhtenäisen reagoinnin tapauksessa arvopaperin kurssin vaihtelut selittyvät muilla tekijöillä kuin julkistetulla tiedolla. Julkistettavaa informaatiota ei siten saa erottaa muista tekijöistä omassa kontekstissaan.¹²⁴

Edellä lausuttuun viitaten on todettava, että useammat merkitykseltään vähäiset seikat

121 Ruoho 2001, s. 117.

122 HE 137/2004, s. 52.

123 Huovinen 2005, s. 773.

124 Katso myös Huovinen 2005, s. 774.

eivät välttämättä yhdistettynäkään muodosta sellaista tietoa, joka jälkimarkkinoilla ylittäisi julkistamisen edellytyksenä olevan tiedon olennaisuuskynnyksen. Jos kyseiset merkitykseltään vähäiset seikat koskevat samaa asiakokonaisuutta, voi julkistamiskynnys kuitenkin ylittyä helpommin.¹²⁵ Tiedonantovelvollisuus voi tulla kyseeseen esimerkiksi tietyn ajanjakson kuluessa tehdystä yrityskauppojen kokonaisuudesta, vaikka yksittäisinä mikään kaupoista ei ylittäisi tiedottamiskynnystä.¹²⁶ Finanssivalvonnan standardissa on tämä on todettu kokoavasti: Tiedonantovelvollisuus voi syntyä myös tilanteissa, joissa kyse ei ole mistään yksittäisestä päätöksestä tai seikasta vaan useammasta yksittäisestä tapahtumasta, jotka yhdessä ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon.¹²⁷

Toisaalta voidaan myös ajatella, että markkinat pitävät jotakin toista tietoa merkityksellisempänä kuin toista ja näiden tietojen yhteisvaikutus vasta aiheuttaa kurssimuutoksen. Tällainen tilanne voi olla esimerkiksi silloin, kun yritys antaa jonkin tiedon ja myöhemmin täydentää sitä. Tällainen tiedonantovelvollisuus kuitenkin johtaa katkelmalliseen tiedottamiseen, jatkuviin yllätyksiin ja markkinaheilahteluihin. Yhtiön tulisikin pyrkiä julkistamaan tällainen toisiaan täydentävä informaatio yhdellä kertaa, jotta tiedon olennainen vaikutus markkinoilla olisi oikea-aikaista ja oikeasuuntaista.¹²⁸

4.2.3 Tiedon todellinen vaikutus

Lain esitöissä todetaan, että päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä arvioitaessa julkistamisvelvollisuutta.¹²⁹ Vaikutuksen olennaisuutta ei ole tarkoitettu arvioitavaksi pelkästään tarkastelemalla mahdollisesti toteutunutta suhteellista arvopaperin arvon tai hinnan muutosta. Muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin. Usein jo muutaman prosentin äkillinen muutos

125 Häyrynen 2009, s. 74.

126 HE 137/2004, s. 53.

127 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.2 (16).

128 Huovinen 2005, s. 774.

129 HE 137/2004, s. 52, jonka mukaan säännös edellyttää päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakkoharkintaa, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä tosiasiallisella vaikutuksella ei ole merkitystä.

on olennainen. Päivittäiset kurssimuutokset ovat tyypillisesti alle 3 %:n suuruisia.¹³⁰

Kyseistä esitöissä mainittua prosenttimuutosta on pidettävä ainoastaan suuntaa antavana. Sitä ei voida soveltaa kaikissa markkinatilanteissa eikä kaikkien yhtiöiden kohdalla. Lisäksi on otettava huomioon myös kurssin normaali päivävaihtelu. Tiedon tosiasiallisen vaikutuksen olennaisuus voi olla riippuvainen monista arvopaperista, yhtiöstä ja sen toimialasta sekä vallitsevasta markkinatilanteesta riippuvista tekijöistä. Myös psykologiset ja laadulliset tekijät saattavat tehdä muutoin määrältään epäolennaisesta tiedosta olennaisen.¹³¹

Liikkeeseenlaskijan on julkistettava kaikki sellaiset seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. On omiaan –käsite viittaa rikosoikeuden abstraktiin vaarantamiseen. Tässä yhteydessä on syytä tehdä pieni ekskursio rikosoikeuden vaaraoppeihin.

Rikosoikeus tähtää oikeushyvien suojeluun. Tunnuksmerkistöjen perinteinen tyyppi on loukkaamisrikos, jossa tunnuksmerkistön toteutuminen edellyttää konkreettista oikeushyvän loukkausta eli vahinkoseurausta (esimerkiksi tappo tai pahoinpitely). Rikoslaisia on myös vaarantamisrikoksia. Niillä rakennetaan ikään kuin ulompi suojamuuri oikeushyvän ympärille.¹³²

Konkreettista vaaraa edellyttävät rikokset ovat sellaisia, joissa edellytetään vahinkoseurauksen vaaran todella olleen käsillä. Tunnuksmerkistössä puhutaan nimenomaan vaaran aiheuttamisesta. Abstraktia vaaraa edellyttävissä rikoksissa tunnuksmerkistö täyttyy, vaikka konkreettinen vaara vahinkoseurauksesta ei olisikaan ollut käsillä. Näyttöä todellisen vaaran käsillä olostä ei siis edellytetä, mutta kuitenkin jonkinlaista yleistävää vaarallisuuden arviointia tapauskohtaisesti. Usein tunnuksmerkistössä puhutaankin menette-

130 HE 254/1998, s. 35.

131 Häyrynen 2009, s. 73.

132 Koskinen 2009, s. 165 ja Jareborg 2001, s. 172. Katso myös Koskinen 2001, s. 105 – 106, joka esittää rikosoikeudellisen vaaran kolmanneksi tyyppiä presumoidun eli oletetun vaaran.

lystä, joka ”on omiaan aiheuttamaan” vahinkoa tai vaaraa.¹³³

Ilmaisun ”on omiaan aiheuttamaan vaaraa” sisältöä joudutaan miettimään esimerkiksi liikenneturvallisuuden vaarantamisen rangaistavuutta arvioitaessa. Rikoslain 23 luvun 1 §:n mukaan joka tienkäyttäjänä tahallaan tai huolimattomuudesta rikkoo tieliikennelakia tai ajoneuvolakia taikka niiden nojalla annettuja säännöksiä tai määräyksiä tavalla, joka *on omiaan aiheuttamaan vaaraa toisen turvallisuudelle* (kursivointi tässä), on tuomittava liikenneturvallisuuden vaarantamisesta sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.

Liikenneturvallisuuden vaarantamisen rangaistavuus ei siten edellytä yksittäistapauksessa aiheutuneen konkreettista vaaraa eli sitä, että toisen henkeä tai terveyttä on tosiasias-
sa vaarannettu. Abstraktinen vaarantaminen liittyy ajon vaarallisuuteen eikä todelliseen vaaratilanteeseen. Jälkikäteen tulee voida sanoa, että henkilövahinkoja olisi käytännössä voinut sattua. Vahingon mahdollisuus voidaan abstrahoida teon olosuhteista. Rangaistusvastuu edellyttää kuitenkin sitä, että vakavasti otettava mahdollisuus vahinkoon on ollut olemassa.¹³⁴

Yhteenvetona voidaan todeta, että abstrakti vaara liittyy teon vaarallisuuteen ja konkreettinen vaara edun vaarantamiseen. Myös abstraktin vaarantamisen tilanteessa on voitava jälkikäteen sanoa, että vahinkoseuraus olisi käytännössä voinut sattua. Edellytyksenä on, että teko on luonteeltaan vahingon mahdollistava.¹³⁵

Edellä kerrottua tulkiten voidaan tehdä seuraava johtopäätös: Tiedon julkistamisvelvollisuus aktualisoituu, kun tieto on sen luonteinen, että se mahdollisesti voisi olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon. Tärkeää ei ole se, vaikuttaako tieto lopulta hinnanmuodostukseen vai ei, sillä loppujen lopuksi tiedon vaikutuksen arvioivat nimenomaan

133 Koskinen 2009, s. 165.

134 Lappi-Seppälä & Nuutila & Ojala (2009), s. 572.

135 Nuutila 1997, s. 105.

markkinat.¹³⁶

Käytännössä arvopaperin kurssiin voidaan olettaa olevan eniten vaikutusta juuri markkinoilla toimivien järkevien tai huolellisten sijoittajien suorittamalla arvioinnilla tietyn tiedon merkityksestä. Toisaalta etenkin pienemmissä listayhtiöissä sijoituspäätöksiin voivat vaikuttaa myös sellaiset tiedot, joita huolellinen tai arvopaperimarkkinoita tunteva sijoittaja ei välttämättä ottaisi huomioon. Pääsääntöisesti tiedon olennaisuuden edellytyksen voidaan kuitenkin katsoa täyttyvän huolellisten sijoittajien näkökulmasta helpommin, koska he harkitsevat sijoituspäätöksiä tarkemmin ja ovat siten taipuvaisia ottamaan huomioon vähäisimmätkin seikat sijoituspäätöstensä pohjaksi. Arvion lähtökohta on, kuten todettua, abstrakti eli tyyppitilanteisiin yleistävä. Tosiasiallisen vaikutuksen mahdollisuutta arvioitaessa on silti aina otettava huomioon myös yksittäiseen tapaukseen liittyvät tosiseikat, olosuhteet ja muut tekijät.¹³⁷

4.2.4 Olennaisten seikkojen määrittäminen sisäpiiritiedon avulla

Tutkimuksen johdantokappaleessa on viitattu siihen, että markkinoiden väärinkäyttödirektiivissä julkistamisvelvollisuuden alaisen tiedon määritelmä on käytännössä yhteneväinen sisäpiiritiedon määritelmän kanssa. Sen vuoksi tässä alaluvussa tarkastellaan hie-man arvopaperimarkkinalain sisäpiiritiedon määritelmää ja erityisesti kyseisen tiedon olennaisuusvaatimusta. Lisäksi esille otetaan rikoslain sisäpiiritiedon väärinkäyttöä koskeva säännös.

Sisäpiiritiedon määritelmä arvopaperimarkkinalaissa on seuraava: Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sannotun arvopaperin arvoon.

136 Huovinen 2004, s. 208.

137 Häyrynen 2009, s. 74.

Rikoslain 51 luvun 1 §:ssä on säännös sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Sen mukaan joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta käyttää julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi 1) luovuttamalla tai hankkimalla sellaisen arvopaperin omaan tai toisen lukuun tai 2) neuvomalla suoraan tai välillisesti toista sellaista arvopaperia koskevassa kaupassa on tuomittava sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.¹³⁸

Kuten julkistamisvelvollisuuden alaisen tiedonkin ollessa kyseessä myös sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksella on pyritty täsmentämään, ettei mikä tahansa vähäpätöinen vaikutus arvopaperin arvoon ole riittävä edellytys kiellon soveltamiselle.¹³⁹ Olennaisen hintavaikutuksen tosiasiallinen mahdollisuus on niin ikään riittävää eikä tosiasiallisella vaikutuksella ole ratkaisevaa merkitystä. Esimerkiksi ostavan yhtiön kurssi saattaa yrityskauppauutisen julkistamisen jälkeen pysyä entisellä tasollaan, vaikka yhtiön toimintaan tai kokoon nähden merkittävä yrityskauppa katsotaan säännönmukaisesti olennaiseksi tapahtumaksi.¹⁴⁰

Olennaisia seikkoja ovat ainakin julkaisemattomien tilinpäätöstietojen ja osavuositilauksien sisällöt, merkittävät yhtiön toimintaan vaikuttavat päätökset ja tapahtumat kuten esimerkiksi suuret investoinnit, osakeannit, tehdyt keksinnöt, yrityskaupat sekä sulautuminen toiseen yhtiöön. Myös tiedot yhtiön taloudellisista vaikutuksista tai päätös hakea yhtiö selvitystilaan tai konkurssiin ovat olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavia tietoja.¹⁴¹ Tiedon vaikutusta arvioitaessa on otettava huomioon, että sama tieto voi vaikuttaa olennaisesti jonkin arvopaperin arvoon tai hintaan, mutta sen vaikutus toiseen arvopaperiin voi olla vähäinen. Esimerkiksi seikka, joka vaikuttaa liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon, ei välttämättä vaikuta yhtä paljon liikkeeseenlaskijan velkakirjan ar-

138 Sisäpiiritiedon käytön kieltö ilmaistaan myös arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 §:ssä.

139 HE 157/1988, s. 46 ja HE 254/1998, s. 35.

140 Häyrynen & Parkkonen 2006, s. 17.

141 HE 157/1988, s. 46.

voon.¹⁴²

Tiedon olennaisuuden arviointi on tehtävä kokonaisarvioinnin perusteella.¹⁴³ Tietoa voidaan pitää sitä olennaisempana, mitä suurempi tapahtuman tai hankkeen toteutumisen todennäköisyys on tai mitä merkittävämpi tapahtuma tai hanke toteutuessaan olisi yhtiön kannalta. Toisin sanoen: mitä merkittävämpi tieto, sitä matalampi toteutumisen todennäköisyys riittää.¹⁴⁴

Olennaisuusvaatimukseen kiteytyy ajatus sisäpiiritiedosta tiedollisena etumatkana muihin markkinatoimijoihin nähden. Olennaisuusvaatimus on oikeudellinen arvio siitä, mikä tieto on markkinatoimijoille niin olennainen, että tarvitaan oikeudellista väliintuloa tasoittamaan olennaisen tiedon luomaa oikeudetonta tiedollista etumatkaa arvopaperimarkkinoilla. Oikeussystemaattisesti olennaisuusvaatimus määrittelee sisäpiiritiedon positiivisesti. Vain laissa määritellyllä tavalla olennainen tieto voi olla sisäpiiritietoa. Laillisuusperiaate asettaa olennaisuusvaatimuksen laajentavalle tulkinnalle sanamuotorajan.¹⁴⁵

Sisäpiiritietoa koskeva objektiivinen olennaisuusarvio tulee tehdä sen hetken tilanteen mukaan, jolloin tietoa käytetään hyväksi arvopaperikaupassa. Kysymys on siitä, olisiko kyseinen tieto kaupantekohetkellä julkistettuna ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tehtävässä arvioissa tiedon merkitystä on tarkasteltava erillään muusta informaatiosta ja pyrittävä analysoimaan, oliko kyseisellä tiedolla yleensä edes riittävät edellytykset vaikuttaa arvopaperin arvoon yleisen kokemuksen perusteella. Tämän lisäksi tapaukseen liittyvät konkreettiset olosuhteet, jotka olivat olemassa tai tapahtuma-aikaan ennakoitavissa, tulisi mahdollisuuksien mukaan ottaa huomioon, mikäli nämä olosuhteet saattoivat lisätä tai vähentää mahdollista vaikutusta arvopaperin ar-

142 Kurenmaa 2003, s. 124.

143 Katso esimerkiksi Ståhlberg 2000, s. 738, jonka mukaan harkinnassa on otettava huomioon yhtiön koko ja organisaatio, sen toimintatavat ja julkistamispolitiikka, yhtiön aiemmat kannat, kilpailijoiden ja muut kyseisen toimialan käytännöt sekä kulloinkin vallitsevat markkinaolosuhteet.

144 Häyrynen ym. 2006, s. 18. Katso myös Kurenmaa 2004, s. 106 – 107, jossa on esitetty kokoavia ajatuksia sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen tulkinnanvaraisuudesta.

145 Knuts 2011, s. 86.

voon.¹⁴⁶

Objektiivisen arvion tekijäksi katsotaan arvopaperimarkkinoita tunteva huolellinen ja järkevä henkilö.¹⁴⁷ Olennaisilla arvopaperin arvoon vaikuttavilla seikoilla tarkoitetaan tietoja, joita tällainen henkilö pitäisi merkityksellisinä ja riittävinä sijoituspäätöstä tehdessään. Jos arvopaperimarkkinoita tuntevan järkevän henkilön käsitteellä ajateltaisiin ammattimaista sijoittajaa ja tietoja peilattaisiin tällaisen henkilön arvioiden kautta, nousisi objektiivisen arvion tekijän kynnys liian korkeaksi.¹⁴⁸

Tässä tutkimuksessa ei yksityiskohtaisesti tarkastella sisäpiiritiedon määritelmää eikä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Todetaan vain vielä kerran kootusti, että sisäpiiritiedon ja julkistamisvelvollisuuden alaisen tiedon määritelmä on käytännössä sama. Määritelmien yhtenevyydestä seuraa, että sisäpiiritietoa ei saa hyödyntää arvopaperikaupassa ennen sen julkistamista.

4.2.5 Tiedottamisen johdonmukaisuus

Tiedottamisen johdonmukaisuuden näkökulmasta arvioon tiedon olennaisuudesta voi myös vaikuttaa se, mitä liikkeeseenlaskija on aiemmin kertonut itsestään julkisuuteen. Jos liikkeeseenlaskija on esimerkiksi julkistanut jotakin liiketoiminta-aluetta koskevia tavoitteitaan, on yleensä perusteltua julkistaa myös näihin tavoitteisiin pääsemisen edistyminen ja mahdolliset tavoitteen muutokset.¹⁴⁹

Johdonmukaiseen tiedottamiseen liittyy myös tiedotuspolitiikan käsite. Tiedotuspolitiikalla viitataan yleensä yhtiön sisäisiin vastuusuhteisiin ja tiedotuskäytäntöihin, mutta sillä voidaan viitata myös julkistettaviin tietoihin. Tiedotuspolitiikan perusteella julkis-

146 Kurenmaa 2003, s. 124 – 125. Katso myös Knuts 2011, s. 98.

147 HE 157/1988, s. 21.

148 Kurenmaa 2003, s. 126.

149 HE 137/2004, s. 52.

tettavat asiat ovat yleensä vapaaehtoisia tietoja, joita sijoittajat voivat tottua odottamaan. Tiedotuspolitiikassaan yhtiö voi ottaa kantaa siihen, kuinka suuri muutoksen on toimiala huomioiden oltava, jotta muutos positiiviseen tai negatiiviseen suuntaan julkistetaan. Olennaisista muutoksista on kuitenkin tiedotettava aina.¹⁵⁰

Jäljempänä tässä tutkimuksessa käsitellään tiedon totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta. Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä jo todeta, että julkistetun tiedon harhaanjohtavuutta arvioitaessa on myös kiinnitettävä huomiota tiedottamispolitiikan johdonmukaisuuteen. Tieto voi olla harhaanjohtavaa esimerkiksi silloin, kun yhtiö muuttaa jonkin tiedon julkistamiskynnystään olennaisesti. Jos yhtiö jossain asioissa noudattaa matalaa julkistamiskynnystä ja toisissa asioissa korkeampaa, se huomio tiedonantovelvollisuutta harkitessaan tilanteen moninaisuuden. Yhtiö saattaa lykätä haitallisen informaation julkistamista, jos esimerkiksi jättitilauksesta neuvottelevan yhtiön kurssilasku neuvottelun viime hetkillä heikentäisi ostajan yhtiötä kohtaan tuntemaa luottamusta. Yhtiön poukkoilevaa toimintaa on kuitenkin lähtökohtaisesti pidettävä hyvin kyseenalaisena. Joka tapauksessa yhtiöltä on edellytettävä, että se noudattaa tiedotustoimissaan aikaisemmin omaksumaansa käytäntöä. Tällöin myös muilla markkinatoimijoilla on mahdollisuus ennakoida yhtiön käyttäytymistä.¹⁵¹

Finanssivalvonnan standardiin on niin ikään otettu säännös tiedottamispolitiikan johdonmukaisuudesta. Kyse on yhdestä tiedottamisen laatukriteeristä: Arvopaperin liikkeenlaskijan tiedonantovelvollisuutta koskevan sääntelyn ja tämän standardin tavoitteena on edistää sitä, että sijoittajalla on käytössään olennaiset ja riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on tuottaa riittävän kattavia, ymmärrettäviä, merkityksellisiä, luotettavia ja vertailukelpoisia tietoja sijoittajien päätöksentekoa varten. Tietojen julkistamisessa tulee kiinnittää huomiota erityisesti julkistamisen oikea-aikaisuuteen, tasapuolisuuteen ja *johdonmukaisuuteen* (kursivointi tässä), jotta markkinoilla toimivilla sijoittajilla on

150 Huovinen 2005, s. 776.

151 Huovinen 2004, s. 228 – 229.

yhdenvertainen ja samanaikainen mahdollisuus tiedon saantiin.¹⁵² Saman standardin kohdassa 5.1 todetaan, että liikkeeseenlaskijan tiedottamispolitiikan tulisi olla johdonmukaista ja selkeää, jotta sijoittajien on mahdollista seurata liikkeeseenlaskijan toiminnan kehitystä luotettavalla tavalla.¹⁵³

Myös Helsingin pörssin säännöissä on maininta tiedottamisen johdonmukaisuudesta. Mikäli pörssiyhtiö julkistaa ennusteen, sen on annettava tieto esitetyn ennusteen lähtökohdista olevista taustaoletuksista tai -edellytyksistä. Ennuste on esitettävä mahdollisimman yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Mikäli pörssiyhtiö julkistaa muita tulevaisuutta koskevia lausumia, pörssiyhtiön on esitettävä sellaiset lausumat vastaavasti yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla.¹⁵⁴

Rahoitustarkastus on antanut Nokialle julkisen huomautuksen tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä.¹⁵⁵ Päätöksessä on sekä yhtiön että Rahoitustarkastuksen toimesta puitu tiedottamispolitiikan johdonmukaisuutta. Nokia on Rahoitustarkastukselle antamassaan vastineessa ensinnäkin todennut, että sijoittajaviestinnän peruseriaatteisiin kuuluu käytäntöjen johdonmukaisuus mukaan lukien esitystapa ja tiedottamisen tiheys.

Nokia on todennut tiedottamiskäytännöstään ja sen kehittymisestä seuraavaa: Vuoden 2004 tammikuussa yhtiö antoi ennakkotiedon vuoden 2003 viimeisen neljänneksen ja koko vuoden toteutumista tiedotteella, joka oli päivätty 8.1.2004. Tilinpäätöstiedote julkistettiin 22.1.2004. Vastaavaa ennakkotiedottamista ei tilinpäätöstietojen osalta ollut tapahtunut edellisinä vuosina. *Syntyneestä käytännöstä tai vielä vähemmän tiedottamispolitiikasta ei siten voida puhua. Ennakkotiedon antaminen vuoden 2005 tammikuussa olisi ollut linjassa vuotta aiemman käytännön kanssa, muttei minkään säännöksi muodostuneen johdonmukaisuuden vaatimaa* (kursivointi tässä). Nokia on julkistanut osavuosikatsausten tietoja ennakkoon 2000-luvulla vain kerran, eli 6.4.2004, jolloin yhtiö

152 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 2 (4).

153 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.1 (3).

154 Pörssin säännöt kohta 3.3.1. Tulosennusteeseen ja tulosvaroitukseen palataan myöhemmin.

155 Rahoitustarkastuksen päätös diaarinumero 2/230/2005.

piti perusteltuna tiedottaa negatiivisesta poikkeamasta ensimmäisen vuosineljänneksen ohjaukseen. Vastaavaa ennakkotietoa ei annettu heinäkuussa 2004 siitä huolimatta, että yhtiö ei yltänyt tuolloinkaan ohjauksen mukaiseen liikevaihtoon toiselta vuosineljännekseltä.¹⁵⁶

Rahoitustarkastus on perustellut päätöstään julkisen huomautuksen antamisesta sillä, että Nokia ei ollut noudattanut johdonmukaisesti tiedottamiskäytäntöään. Rahoitustarkastus on todennut seuraavasti: Julkistamispäätöstä harkittaessa on huomiota kiinnitettävä myös tiedottamisen kokonaisvaltaiseen johdonmukaisuuteen. Siten arvioon tiedon olennaisuudesta voi myös vaikuttaa se, mitä liikkeeseenlaskija on aikaisemmin kertonut itsestään julkisuuteen. Tämä voi tarkoittaa noudatetun yleisen tiedottamispolitiikan lisäksi myös sitä, minkä nimenomaisen tiedon liikkeeseenlaskija on itsestään aikaisemmin julkisuuteen antanut. Esimerkiksi tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskija on antanut tulosennusteen, kuuluu johdonmukaiseen tiedottamiseen myös sen ajan tasalla pitäminen tai toteutuneen poikkeaman julkistaminen. Aikaisemmista Nokian tulosvaroituksista ja ennakkotiedoista voidaan markkinoille katsoa syntyneen kuva siitä, että Nokia tiedottaa ennakkotietonsa ilman aiheetonta viivytyksiä. Tästä johdonmukaisuudesta Nokia poikkesi vuoden 2005 alussa. Nokialla on myös ollut vakiintunut tapa antaa liikevaihto- ja tulosennusteita itsestään. Tällöin sille on Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan syntynyt myös velvollisuus päivittää tietoa, joko tulosvaroituksena tai ennakkotietona, jos ennusteet muuttuvat tai toteuma poikkeaa ennustetusta.¹⁵⁷

Huovinen on kritisoinut Rahoitustarkastuksen lopputulemaa. Hänen käsityksensä mukaan yhdestä vuotta aiemmin julkistetusta tilinpäätöksen ennakkotiedosta ei voida katsoa muodostuvan julkistamiskäytännön johdonmukaisuutta, jonka perusteella Nokian olisi tullut tiedottaa.¹⁵⁸

Kuten edellä on todettu, johdonmukainen tiedotuspolitiikka on osa tiedottamisen laatu-

156 Päätöksen sivu 3.

157 Päätöksen sivu 10.

158 Katso tarkemmin Huovinen 2005, s. 775 – 776.

kriteerejä ja tiedotuspolitiikalla viitataan myös yhtiön sisäisiin vastuusuhteisiin. Jotta liikkeeseenlaskija pystyy täyttämään tämän informaation laatukriteerin, sen sisäisen hallinnon tulee olla järjestetty niin, että tiedot kulkeutuvat sujuvasti johdolle, johto käsittelee ne sekä tiedottaa markkinoille riittävän nopeasti, selkeästi, johdonmukaisesti ja luotettavasti. Myös liikkeeseenlaskijan tuloksenseuranta- ja raportointijärjestelmien on pystyttävä tuottamaan tietoa taloudellisesta kehityksestä nopeasti ja luotettavasti.¹⁵⁹

Sisäinen tiedotuspolitiikan järjestäminen vaikuttaa myös yhtiön huolellisuusarviointiin epäilyissä väärinkäytöstilanteissa. Merkitystä voidaan antaa sille, onko yhtiössä nimetty erityisesti yhtiön tiedonantovelvollisuuden lainmukaisuudesta vastuullisia henkilöitä. Tiedon riittävän nopea julkistaminen edellyttää, että yhtiöllä on toimintaperiaatteet siitä, kuka ensivaiheessa määrittelee tiedon olennaisuuden ja tekee arvion tiedon julkistamiskynnyksen ylittymisestä. Joskus riskien riittävä kartoittaminen edellyttää myös ulkopuolisen asiantuntemuksen hyödyntämistä.¹⁶⁰

Pörssin sääntöihin sisältyy Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n Suomen listayhtiöiden hallintokoodi.¹⁶¹ Kyseessä on suositus, jonka kohdan 24 mukaan tarkastusvaliokunta on perustettava sellaisessa yhtiössä, jonka liiketoiminnan laajuus edellyttää taloudellista raportointia ja valvontaa koskevien asioiden valmistelua koko hallitusta pienemmässä kokoonpanossa. Suosituskohdan perustelujen mukaan yhtiön liiketoiminnan laajuus voi edellyttää, että osa hallituksen jäsenistä keskittyy erityisesti taloudellista raportointia ja valvontaa koskevien asioiden käsittelyyn. Tarkastusvaliokunnalla on koko hallitusta paremmat mahdollisuudet perehtyä yhtiön talouteen ja valvontaan liittyviin kysymyksiin sekä huolehtia yhteydenpidosta tilintarkastajien ja sisäisen tarkastuksen kanssa. Kun vastuu tiedonantovelvollisuudesta ja sitä koskevista päätöksistä on delegoitu hallitusta

¹⁵⁹ Korva 2004, s. 438 – 439.

¹⁶⁰ Häyrynen 2006a, s. 329.

¹⁶¹ Arvopaperimarkkinayhdistys ry on Elinkeinoelämän keskusliitto ry:n, Keskuskauppakamarin ja NASDAQ OMX Helsinki Oy:n eli Helsingin pörssin joulukuussa 2006 perustama yhteistyöelin. Yhdistyksen tavoitteena on itsesääntelyä tehostamalla varmistaa, että arvopaperimarkkinoilla toimivien yhtiöiden toimintamallit ja pelisäännöt ovat yhdenmukaiset ja läpinäkyvät. Yhdistyksen tehtävänä on muun muassa hyvän hallinnointitavan edistäminen ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin hallinnointi. Katso Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi 15.6.2010.

pienemmälle ryhmälle, se mahdollistaa nopean julkistamisen valmistelun ja ratkaisun.¹⁶²

4.3 Julkistamisen ajankohta

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 1 momentin mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tiedot ilman aiheetonta viivytystä. Tulkittaessa tiedonantovelvollisuuden syntyhetkeä on kiinnitettävä huomiota kahteen seikkaan: sijoittajien on toisaalta saatava informaatio mahdollisimman nopeasti, mutta informaation on toisaalta samalla oltava riittävää ja luotettavaa. Epävarmaa tai alkuvaiheessa olevaa tietoa ei tule julkistaa.¹⁶³ On kuitenkin suotavaa, että liikkeeseenlaskija tiedottaa mahdollisimman varhaisessa vaiheessa myös valmisteluvaiheessa olevista asioista. Valmisteltavana olevat päätökset ovat joka tapauksessa sisäpiiritietoa julkistamiseensa asti.¹⁶⁴ Julkistamisvelvollisuus voi lisäksi tietyissä tilanteissa edellyttää päätöksen tai sopimuksen julkistamista jo silloin, kun se on tosiasiallisesti tehty, vaikka sillä ei olisikaan laillista sitovuutta esimerkiksi hallituksen hyväksynnän puuttumisen vuoksi.¹⁶⁵

Tiedolta ei voida vaatia täydellistä todennettavuutta, koska sen hidas tuottaminen voi johtaa siihen, ettei tieto ole saajilleen enää hyödyksi. Tiedottaminen on siten aina kompromissi nopeuden, luotettavuuden ja kattavuuden välillä.¹⁶⁶ Arvioinnissa on myös otettava huomioon liikkeeseenlaskijan näkökulma pyrkimällä löytämään tasapaino markkinoilla toimivien sijoittajien tiedontarpeen sekä liikkeeseenlaskijan etujen ja oikeuksien välille. Tiedonantovelvollisuuden syntyhetkeä tulkittaessa on usein perimmillään kysymys intressipunninnasta, jossa vastakkain ovat liikkeeseenlaskijan oikeus olla julkistamatta tiettyjä seikkoja sekä markkinoilla toimivien sijoittajien oikeus saada kyseiset seikat tietoonsa.¹⁶⁷

162 Häyrynen 2009, s. 78.

163 HE 137/2004, s. 52.

164 HE 157/1988, s. 29.

165 HE 137/2004, s. 52 – 53.

166 Häyrynen 2009, s. 75.

167 Häyrynen 2006a, s. 274.

Tieto on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä muun muassa seuraavista syistä:¹⁶⁸

1. markkinoiden hinnanmuodostus on aitoa, kun kaupankäynti perustuu tosiseikoihin eikä huhuihin,
2. on olemassa vaara tiedon vuotamisesta ja jonkin osapuolen mahdollisuuksista hyötyä toisten kustannuksella,
3. mahdollisen spekuloinnin estäminen,
4. mahdollisuus, että tilanne korjaantuu itsestään eikä ongelma paljastu koskaan (kätkee taakseen johdon kyvyttömyyden, joka ei tule sijoittajien tietoon),
5. ettei käytettäisi liikaa aikaa informaation jalostamiseen, koska se on kallista yhteiskunnan kokonaisyödyn kannalta ja
6. markkinoiden kokonaisuuden arvioiminen.

Julkistamisvelvollisuus syntyy, kun päätös on tehty tai seikka on tullut yhtiön tietoon.¹⁶⁹ Liikkeeseenlaskijan tietoon on seikan katsottu tulleen, kun se on tullut liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon. Täten esimerkiksi toimitusjohtajan on tiedon saatuaan ryhdyttävä toimenpiteisiin, jotka johtavat ilman aiheetonta viivytystä tapahtuvaan tiedon julkistamiseen.¹⁷⁰

”Saatuaan asiasta tiedon” näyttää määrittyvän useilla erityyppisillä perusteilla. Tieto tulee ensinnäkin julkistamiseen velvollisen henkilön ulkopuolelta: joku toimittaa tiedon, tieto luetaan jostain tai tieto kuullaan jostain. Johdolla tällainen tiedonsaannin tapa on hyvin tavallinen. Tieto voi tulla sekä yhtiön sisä- että ulkopuolelta ja sen on muodostettava johdolle riittävä näkemys sen merkityksestä eli siis olennaisuudesta. Mitä vähäisemmin havaittavien dokumentoiduin edellytyksin yhtiö tekee ratkaisujaan yleensä, sitä vähemmän tarvitaan konkreettista näyttöä siitä, että johto on saanut tiedon.¹⁷¹

¹⁶⁸ Huovinen 2004, s. 270.

¹⁶⁹ Karjalainen ym. 2008, s. 142.

¹⁷⁰ HE 137/2004, s. 53.

¹⁷¹ Huovinen 2004, s. 262 – 263.

Julkistamisajankohdan määrittäminen saattaa olla toisinaan hankalaa. Joskus seikka kehittyy pikku hiljaa sellaiseksi, että se täyttää tiedottamisvelvollisuuden kriteerit.¹⁷² Tällaisia tilanteita ovat esimerkiksi kysynnän laskusta tai kustannusten noususta johtuva tuloksen jääminen siitä, mihin yhtiö on julkisesti ennakoanut, ja tällöin sen arvioiminen, milloin yhtiön tulisi antaa tulosvaroitus. Tämä saattaa edellyttää tilanteen huolellista arviointia.¹⁷³

Edellä tässä tutkimuksessa on luvussa 4.1 käsitelty sitä, missä vaiheessa hankkeesta tulee sisäpiiritietoa ja missä vaiheessa hanke on viimeistään julkistettava. Samaan teemaan liittyen *Samuelssonin* käsityksen mukaan tiedonantovelvollisuus ajankohtaistuu seuraavasti: Så snart bolagets ledning företagit en förberedande åtgärd skall börsen underrättas. Det måste föreligga skälig anledning anta att åtgärderna kommer att leda till ett erbjudande. Det måste också anses klart att insiderreglerna aktualiseras långt tidigare än skyldigheten att offentliggöra ett planerat övertag. Exempel på förberedande åtgärder som aktualiserar informationsskyldigheten är då bolagets ledning har: 1. väckt frågan i styrelsen eller hos annan som på bolagets vägnar kan fatta beslut om erbjudandet, 2. kommit överens med företrädare för målbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande, 3. utrett de affärsmässiga förutsättningarna och 4. upprättat en plan för genomförandet. Skyldighet att informera börsen föreligger även när bolaget före styrelsebeslut upptar förhandlingar.¹⁷⁴

Kun siis kyseessä on pikku hiljaa etenevä hanke, on hankalampaa arvioida sitä, milloin seikka on kehittynyt olennaisuuden pisteeseen. Yrityskaupoissa ja -järjestelyissä edellytetään kahden kriteerin täyttymistä: kaupan koon tulee olla suuruusluokaltaan riittävä ja tiedon on kehityttävä olennaisuuden asteelle. Tässä määritelmässä ongelmat alkavat nimenomaan siitä, milloin tieto saavuttaa olennaisuuden asteen. On keskityttävä tiedon kehitystason määrittämiseen. Käsite on joustava: mitä suurempi kauppa on kyseessä,

¹⁷² Katso tässä tutkimuksessa aiemmin esitetty esimerkki siitä, miten hanke kehittyy sisäpiiritiedoksi ja missä vaiheessa hanke on viimeistään julkistettava (luku 4.1).

¹⁷³ Karjalainen ym. 2008, s. 143.

¹⁷⁴ Samuelsson 1991, s. 133.

sitä aikaisemmin kauppaa koskeva tieto saavuttaa olennaisuuden asteen.¹⁷⁵ Edellä lausuttua voidaan tulkita seuraavasti: Mitä suurempi yrityskauppa on, sitä aiemmassa vaiheessa se on sisäpiiritietoa ja sitä kautta hyödyntämiskiellon piirissä. Mitä aikaisemmassa vaiheessa tieto on sisäpiiritietoa, sitä aiemmin syntyy myös tiedon julkistamisvelvoite. Kaikki olennainen julkistamaton tieto yhtiöstä on sisäpiiritietoa riippumatta tiedon kulloisestakin vaiheesta aina siihen asti, kunnes tiedon oikeudellinen vaikutus on hävinnyt. Tiedonantovelvollisuus ja sisäpiirikaupat liittyvät siten saumattomasti toisiinsa. Mitä nopeammin yhtiö julkistaa tietoja seikoista, jotka voivat vaikuttaa arvopaperin arvoon, sitä lyhyemmäksi jää sisäpiiriläisten aika käyttää julkistamattomia tietoja hyväkseen arvopaperimarkkinoilla.¹⁷⁶

Myös Finanssivalvonnan standardin kohdan 5.3 mukaan valmisteltavana olevia asioita ei yleensä tarvitse julkistaa. Julkistaminen voi olla tarpeen, kun valmisteltavana oleva asia on kypsynyt esi- tai aiesopimusvaiheeseen. Esi- tai aiesopimuksen julkistamisen tarvetta arvioidaan siitä näkökulmasta, miten tarkasti sopimuksen olennaiset osat ja ehdot on määritelty tai sovittu ja miten todennäköistä lopullisen sopimuksen syntyminen on.¹⁷⁷ Esisopimuksen alustavuuden ja lopullisen sopimuksen syntyymiseen liittyvän vahvan epävarmuuden vuoksi tiedonantovelvollisuuden ei vielä voida katsoa syntyvän. Mikäli kyseessä on aiesopimus, joka ei sinällään vielä edellytä tai velvoita osapuolia lopullisen sopimuksen solmimiseen tai jos sopimuksen solmiminen muista syistä on kokonaisuudessaan epätodennäköisempää kuin sen peruuntuminen, asian julkistamatta jättäminen on perusteltua. Sopimuksen sitovuuden puuttumista osoittaa esimerkiksi se, että lopullisen sopimuksen keskeiset edellytykset ovat vielä neuvottelujen kohteena tai että järjestelyyn vaadittavan rahoituksen saaminen on vielä epävarmaa.¹⁷⁸

Joissakin tapauksissa osapuolet voivat kuitenkin olla niin sitoutuneita lopullisen sopimuksen syntyymiseen, että jo sinänsä ei-sitova aiesopimus, jossa useista olennaisista ehdoista on sovittu, on syytä julkistaa. Tiedonantovelvollisuuden laukaisevasta esisopi-

¹⁷⁵ Kurenmaa 2003, s. 132 – 135.

¹⁷⁶ Astola 1990, s. 71 – 72.

¹⁷⁷ Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.3 (24).

¹⁷⁸ Häyrynen 2006a, s. 277 – 278.

muksesta voi olla kyse myös silloin, kun sopimuksen osapuolet ovat tiettyjen pääasiassa heistä riippumattomien ehtojen täytyessä sitoutuneet lopullisen sopimuksen solmimiseen. Tiedonantovelvollisuuden laukeaminen voi olla perusteltua myös silloin, kun yhtiö on saanut esimerkiksi solmitun aiesopimuksen nojalla yksinneuvotteluoikeuden kaupan kohteeseen. Tätä voidaan perustella sillä, että tällöin kilpailijoiden mahdollisuudet estää kyseisen sopimuksen toteutuminen ovat olennaisesti heikentyneet. Lisäksi tiedon julkistamisen ei tarvitse koskea vielä neuvottelujen alla olevan sopimuksen ehtoja tai yksityiskohtia, jolloin myöskään kilpailijoiden tietoon ei saateta yhtiön asemaa mahdollisesti heikentäviä tietoja.¹⁷⁹

Julkistamiselle sallitaan aiheellinen viivytys. Sellainen voi olla käsillä esimerkiksi silloin, kun tiedon luotettavuus on varmistettava.¹⁸⁰ Tiedon luotettavuuden tarkistamisvelvoite on asetettu yhtiölle sen vuoksi, ettei tarkastamaton informaatio pääse vääristämään markkinatoimijoiden sijoituspäätöksiä. Yhtiön ei siten oletetakaan julkistavan sellaisia tietoja, jotka eivät sen oman käsityksen mukaan ole luotettavia perustellun arvion tekemiseksi yhtiöstä ja sen osakkeesta. Paras kriteeri tiedon luotettavuudelle on se, että yhtiö kykenee itse tekemään sen perusteella liiketoimintaratkaisuja.¹⁸¹

Tavanomaisia luotettavuuden tarkistuskeinoja ovat esimerkiksi yhtiön oman tiedon uudelleenlaskenta, perusteiden läpikäyminen tai tiedon vertaaminen aiemmin julkistettuihin tietoihin. Mikäli tieto on saatu yhtiön ulkopuolelta, tarkistuskeinoina voidaan pitää vaikkapa tiedon vertaamista yhtiön aiemmin käyttämiin lähteisiin tai tiedon laskentaperusteiden läpikäymistä. Luotettavuuden tarkistaminen voi kohdistua myös tiedon sijasta tiedon lähteeseen tai tiedon kanavan luotettavuuteen.¹⁸²

Finanssivalvonnan standardin mukaan aiheellinen viivytys tiedon julkistamisessa voi olla esimerkiksi tiedon todenperäisyyden varmistaminen. Tiedotettava asia voi myös

179 Häyrynen 2009, s. 79 – 80.

180 Karjalainen ym. 2008, s. 143.

181 KM 1991:48, s. 146.

182 Huovinen 2004, s. 267.

edellyttää liikkeeseenlaskijan hallituksen käsittelyä. Aiheellinen viivytys voi tällöin olla se, että hallitus pitää viipymättä esimerkiksi puhelinkokouksen ennen tiedon julkistamista.¹⁸³

Aiheellisena viivytyksenä voidaan pitää myös sitä, että tiedon kohteena olevan seikan yksityiskohdat eivät ole vielä tiedossa. Jos arvopaperin arvoon vaikuttavan seikan yksityiskohdat eivät ole tiedossa, liikkeeseenlaskijan on julkistettava seikan pääkohdat.¹⁸⁴ Myös normaaliin tiedottamiseen liittyvät valmisteluprosessit, kuten esimerkiksi tiedotteen kieliasun muokkaus tai yksittäisten tietojen tarkistaminen ovat aiheellisia viivytyksiä. Sallittu aiheellinen viivytys on kuitenkin tässä tapauksessa lyhyt aika, yleensä muutamien tunnin mittainen.¹⁸⁵

Finanssivalvonnan standardissa on todettu, että liikkeeseenlaskijan on ryhdyttävä valmistelemaan tietojen julkistamista heti, kun julkistettava seikka on tullut sen tietoon.¹⁸⁶ Kyse on tiedottamisen ajantasaisuusvaatimuksesta.¹⁸⁷ Mikäli tieto on peräisin yhtiön omasta tietojärjestelmästä ja on teknisluonteista tietoa, tieto tulisi julkistaa heti ilman valmisteluaikaakin. Jos sen sijaan on kyse ulkopuolelta tulleesta tiedosta, tiedottamiseen valmistautumiseen on annettava enemmän aikaa. Tällöinkään ei saa kulua vuorokautta kauempaa ilman erityisen painavia syitä.¹⁸⁸

Aiheellisella viivytyksellä tarkoitetaan kaikissa tapauksissa käytännössä suhteellisen lyhyttä aikaa, jota asian tiedottamiskuntoon saattaminen vaatii. Siten aiheellinen viivytys poikkeaa tiedon julkistamisen lykkäämisestä, jossa kyse on liikkeeseenlaskijan tietoisesta päätöksestä olla julkistamatta jotain asiaa tiettyyn aikaan.¹⁸⁹

183 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.3 (22).

184 Häyrynen 2006a, s. 276.

185 Karjalainen ym. 2008, s. 144.

186 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.3 (23).

187 Karjalainen ym. 2008, s. 144.

188 Huovinen 2004, s. 271.

189 HE 137/2004, s. 53.

4.4 Julkistamisen lykkääminen

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 2 momentin mukaan liikkeeseenlaskija voi hyväksyttävästä syystä lykätä tiedon julkistamista ja toimittamista asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei vaaranna sijoittajien asemaa ja liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava Rahoitustarkastukselle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle päätöksestään lykätä tiedon julkistamista ja sen syistä.

Tiedon lykkäämiselle asetetaan kolme edellytystä: Ensinnäkin on arvioitava, onko lykättyä päätökseen olemassa hyväksyttävä syy, kuten käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun. Toiseksi on arvioitava sitä, johtaisiko tiedon julkistamatta jättäminen todennäköisesti yleisöä harhaan. Jos näin on, ei tiedon julkistamista voi lykätä. Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on pystyttävä varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Tämä tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlaskijalla on oltava riittävän tehokkaat sisäpiiritiedon hallintamenetelmät ja tieto on kyettävä julkistamaan välittömästi, jos liikkeeseenlaskija ei ole pystynyt varmistamaan sisäpiiritietojen luottamuksellisuutta. Tiedon luottamuksellinen luonne katoaa esimerkiksi, jos tieto vuotaa laajemmalle henkilöpiirille kuin on tarkoitus. Viitteitä tiedon luottamuksellisuuden menettämisestä voivat olla esimerkiksi liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvon merkittävä nousu tai lasku taikka kaupankäyntivolyymin nousu ilman loogista selitystä.¹⁹⁰

Tiedon julkistamisen lykkäämiseen liittyvää hyväksyttävää syytä määriteltäessä arviointi tulee tehdä liikkeeseenlaskijan näkökulmasta. Tiedon julkistamisen lykkääminen on katsottu tarkoituksenmukaiseksi sallia vain tarkoin määritellyissä erityisolosuhteissa liikkeeseenlaskijoiden oikeutettujen etujen suojaamiseksi. Lykkäämispäätöksen voidaan arvopaperimarkkinalaissa omaksutun ratkaisun vuoksi katsoa tulevan kyseeseen vain poikkeustapauksissa. Pääsäännön mukaan valmisteltavina olevia asioita ei tarvitse jul-

¹⁹⁰ HE 137/2004, s. 55.

kistaa. Lykkääminen soveltuu siten vain tilanteisiin, joissa tieto on jo saavuttanut normaalia julkistamisvelvollisuutta edellyttävän asteen.¹⁹¹

Oikeus osittaiseen tiedon julkistamisen lykkäämiseen voi syntyä esimerkiksi yritys-kauppaneuvottelujen yhteydessä, koska kauppahinnan julkistamista voi olla toisinaan syytä lykätä muiden vastaavien käynnissä olevien neuvottelujen ajan. Liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen liittyvät neuvottelut voivat niin ikään oikeuttaa tiedon julkistamisen lykkäämiseen tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka. Edellytyksenä on tällöin, että tiedon julkistaminen saattaisi vaarantaa vakavasti nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edun haittaamalla liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman parantumiseen pitkällä aikavälillä tähtäävien neuvottelujen loppuunsaattamista. Lisäksi lykkääminen voi oikeuttaa viranomaisen kielto tiedon julkistamiselle tai ilmaisemiselle. Tiedon julkistamista ei voida kuitenkaan lykätä esimerkiksi sillä perusteella, että odotetaan jonkun listayhtiön toimintaympäristöön liittyvän tapahtuman tosiasiallisia vaikutuksia.¹⁹²

Jos liikkeeseenlaskijalla on hyväksyttävä syy tiedon julkistamisen lykkäämiselle, sen on seuraavaksi arvioitava, vaarantaisiko tiedon julkistamatta jättäminen todennäköisesti sijoittajien asemaa. Sijoittaja on tässä asiayhteydessä yleistermi, jolla tarkoitetaan niin arvopaperien ostajia kuin myyjiäkin. Sijoittajien aseman vaarantumista on arvioitava siitä näkökulmasta, miten tiedon julkistaminen tai julkistamatta jättäminen yleensä vaikuttaisivat järkevän sijoittajan sijoituspäätökseen.¹⁹³

Sijoittajien aseman vaarantumisen edellytyksenä ei tulisi pitää vielä sitä, että sijoittajat todennäköisesti käyttäisivät kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä yhtenä perustana. Kyseinen kriteeri käytännössä estäisi lähes jokaisen tiedon julkistamisen lykkäämisen. Toiseksi sijoittajien on myös tiedostettava se, ettei yhtiö voi julkistaa kaikkea informaatiota liian aikaisin ilman, että se samalla vaarantaisi yhtiön etuja. Koska säännös edellyttää si-

191 Häyrynen 2006a, s. 279 – 280.

192 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.4.1 (29) ja (30).

193 Karjalainen ym. 2008, s. 145.

joittajien aseman vaarantamista, voidaan kynnyksen asettaa tätä korkeammalle. Edellytyksenä voidaan pitää sitä, etteivät sijoittajat todennäköisesti tekisi sijoituspäätöstä joko olleensa tai vähintään tekisivät sen olennaisesti eri ehdoin.¹⁹⁴ Sijoittajien aseman vaarantamista on siten arvioitava siitä näkökulmasta, johtaisiko tiedon julkistamatta jättäminen todennäköisesti sijoittajia harhaan.¹⁹⁵

Tiedon julkistamisen lykkäämistä koskeva säännös on intressipunnintanormi, jossa liikkeeseenlaskijalta edellytetään intressivertailua tiedon julistamisen lykkäämistä arvioiessaan. Arviointi lykkäämistä sallittavuudessa kohdistetaan siihen, oliko yhtiön suorittama arvio lykkäämistä perusteista yhtiöllä päätöksentekohetkellä olleen tiedon nojalla perusteltu. Yhtiön on siten kyettävä jälkikäteen osoittamaan pyrkineensä riittävän huolellisesti arvioimaan lykkäämistä hyväksyttävyyttä sekä liikkeeseenlaskijan että markkinoilla toimivien sijoittajien näkökulmasta.¹⁹⁶ Tähän samaan tematiikkaan liittyy tässä tutkimuksessa aiemmin käsitelty liiketoimintapäätösperiaate *business judgement rule*.¹⁹⁷

Liikkeeseenlaskijan on lisäksi kyettävä varmistamaan tiedon säilyminen luottamuksellisena. Liikkeeseenlaskijalla on oltava järjestelyt sen varmistamiseksi, etteivät sisäpiiritietoja saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtäviensä hoitamiseen tarvitsevat henkilöt. Sisäpiiritiedon hallinta tulee varmistaa yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin käytöllä. Liikkeeseenlaskijan on varmistettava, että tietojen käyttöön oikeutetut henkilöt tuntevat ja ymmärtävät sisäpiiritiedon hallintaan liittyvät velvollisuutensa sekä ovat tietoisia tietojen väärinkäytön tai niiden perusteettoman levittämisen seuraamuksista. Jos sisäpiiritietoa annetaan liikkeeseenlaskijan ulkopuolelle, tulee tällöin laatia asianmukainen salassapitositoumus. Liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun toimiva yhteisö voi myös olla velvollinen pitämään omaa yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Liikkeeseenlaskijalla on oltava valmius julkistaa tieto välittömästi tilanteissa, joissa se ei pysty varmistamaan sisäpiiritiedon luottamuksellisuutta.¹⁹⁸

194 Häyrynen 2009, s. 83.

195 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.4.1 (32).

196 Häyrynen 2009, s. 84.

197 Katso luku 4.2.2.

198 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.4.1 (34), (35) ja (36).

Markkinahuhuihin ei sellaisenaan tarvitse reagoida, mutta jos niihin liittyy viitteitä tiedon luottamuksellisuuden menettämisestä, voi julkistamisvelvollisuus syntyä. Tiedon julkistamisvalmiutta voidaan ylläpitää esimerkiksi laatimalla hanketta koskeva tiedottamissuunnitelma ja pitämällä suunnitelmaa ajan tasalla koko hankkeen ajan.¹⁹⁹

Liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava Finanssivalvonnalle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle (Helsingin pörssille) päätöksestään lykätä tiedon julkistamista. Ilmoituksesta tulee käydä ilmi lykkäämispäätöksen hyväksyttävä syy sekä se, millä perusteilla liikkeeseenlaskija katsoo, ettei tiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johda yleisöä harhaan. Liikkeeseenlaskija vastaa itse päätöksen tekemisestä ja sitä kautta myös mahdollisista myöhemmistä asiaan liittyvistä seuraamuksista ja vaateista.²⁰⁰

Käsiteltävänä oleva säännös koskee tiedon julkistamisen lykkäämistä. Tietoa ei siten voi jättää kokonaan antamatta, vaan se on jossakin vaiheessa julkistettava. Julkistamisen lykkäämispäätökset ovat varsin harvinaisia.²⁰¹

4.5 Tiedon tasapuolinen julkistaminen

Arvopaperimarkkinalain 7 luvun 2 §:n 3 momentin mukaan jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee toiselle julkistamattoman tiedon, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, tieto on välittömästi julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Jos tiedon ilmaise-

¹⁹⁹ Karjalainen ym. 2008, s. 146.

²⁰⁰ HE 137/2004, s. 55. Ilmoitus Finanssivalvonnalle tehdään sähköpostitse osoitteeseen markkinat@finanssivalvonta.fi tai puhelimitse Finanssivalvonnan Markkinattoimistoon, puhelinnumero 010 831 5372. Puhelimitse tehty ilmoitus vahvistetaan myös joko sähköpostitse tai kirjeitse. Ilmoitukseen sisällytetään sisäpiirintiedon ohella myös tiedon julkistamisen lykkäämisen peruste, sen odotettu kesto, jos tällainen voidaan määrittää, ja perusteet sille, miksi julkistamisen lykkääminen ei vaaranna sijoittajien asemaa. Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.4.1 (40).

²⁰¹ Karjalainen ym. 2008, s. 146.

minen tapahtuu tahattomasti, tieto on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi. Mitä tässä momentissa säädetään, ei sovelleta, jos tiedon saanut henkilö on velvollinen pitämään sen salassa.

Säännös korostaa tiedottamisen tasapuolisuuden ja samanaikaisuuden vaatimusta. Sen tarkoituksena on turvata se, että kaikki markkinoilla toimivat sijoittajat saavat listayhtiötä koskevan olennaisen tiedon samanaikaisesti. Tiedon samanaikaisella julkistamisella tarkoitetaan, että liikkeeseenlaskija saattaa julkistettavan informaation yleisön tietoon sekä julkisen kaupankäynnin järjestäjän (pörssi) että keskeisten tiedotusvälineiden välityksellä. Tiedottamisen samanaikaisuuteen sisältyy myös kielto täsmentää aiemmin julkistettuja ennusteita tai tulevaisuudennäkymiä tietylle kohderyhmälle ilman, että tieto samanaikaisesti julkistetaan markkinoille. Kyseiset tulevaisuutta koskevat tiedot voivat herkästi ylittää olennaisuuskynnyksen.²⁰²

Säännöksessä tarkoitettu tiedon ilmaiseminen tarkoittaa tiedon ilmaisemista liikkeeseenlaskijan ulkopuolelle. Se voi tapahtua esimerkiksi analyytikko- tai sijoittajatapaamisessa, emissionmyyntitilaisuudessa tai yhtiökokouksessa. Tieto voi koostua useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulija voi muodostaa käsityksen asiakokonaisuudesta. Tiedottamisen tasapuolisuus- ja samanaikaisuusvaatimus merkitsee myös sitä, että julkistettavia tietoja ei voida julkistaa liikkeeseenlaskijan internetsivuilla ennen kuin ne on toimitettu tiedotusvälineille ja julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Tiedot toimitetaan myös kaikille valituille tiedotusvälineille mahdollisimman samanaikaisesti.²⁰³

Tiedon tasapuolista julkistamista koskeva säännös soveltuu liikkeeseenlaskijaan ja sen lukuun tai puolesta toimivaan. Se ei siten koske liikkeeseenlaskijasta täysin itsenäisesti toimivaa. Sen sijaan tätä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen lukuun tai puolesta toimivaa

202 Häyrynen 2009, s. 86.

203 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 6.2.2 (24) ja (25).

koskee myös arvopaperimarkkinalain 5 luvun 2 §:n 2 momentissa säädetty sisäpiiritiedon ilmaisukielto, joka kieltää ketä tahansa ilmaisemasta sisäpiiritietoa toiselle ilman asianmukaista syytä.²⁰⁴

Mikäli yhtiön tietoon tulee, että arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on vuotanut ennen sen julkistamista, yhtiön on julkistettava asiaa koskeva tiedote. Kaikki julkistettavat tiedot on pörssin määräämällä tavalla toimitettava myös pörssin markkina-valvonnalle viimeistään tietojen julkistamisen yhteydessä. Tiedotteesta on käytävä ilmi julkistamispäivä ja -aika, yhtiön nimi, internetosoite, yhteyshenkilö sekä puhelinnumero. Tiedotteen keskeinen sisältö on esitettävä selkeästi tiedotteen alussa. Kaikissa yhtiön tiedotteissa on oltava otsikko, josta ilmenee tiedotteen pääasiallinen sisältö.²⁰⁵

Yhtiöllä on oltava internetsivusto, jolla yhtiön pörssiyhtiöille asetetun tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistamien tietojen on oltava saatavilla vähintään kolmen vuoden ajan. Taloudellisten katsausten on kuitenkin oltava saatavilla vähintään viiden vuoden ajan siitä, kun ne on julkistettu. Tiedon on oltava saatavilla internetsivustolla ilman aiheetonta viivytystä sen julkistamisen jälkeen.²⁰⁶

Yhtiön internetsivuilla julkistamiskanavana on keskeinen merkitys myös arvioitaessa tiedon sisäpiirilunnetta ja sellaisen luonteen menettämistä. Yritysten kotisivut ovat muodostuneet niin yleisiksi informaation lähteiksi, että rationaalisen sijoittajan voidaan ajatella etsivän tietoa myös yrityksen kotisivuilta. Julkisesti noteeratun yrityksen kotisivuilla esitettyä tietoa on siksi pidettävä julkistettuna ja siten myös sisäpiiritiedon ominaisuuden menettäneenä.²⁰⁷

Mikäli liikkeeseenlaskija ei toimita tietoa kaikille niille osapuolille, joille se pitäisi toimittaa tai sitten se toimittaa tiedon niille eri aikaan, kyseessä on informaatiohäiriö. Täl-

204 Karjalainen ym. 2008, s. 147.

205 Pörssin säännöt kohta 3.1.5.

206 Pörssin säännöt kohta 3.1.6.

207 Annola 2005a, s. 21.

laisessa tilanteessa vahingon syntyminen sijoittajille on kuitenkin kyseenalaista, koska informaatio on joka tapauksessa markkinoiden käytettävissä ja se on vaikuttanut kurssiin.²⁰⁸

Vaikka vastuu tiedon julkistamisesta on nimenomaan pörssi-yhtiöllä, sijoittajien suojaamiseksi on myös Helsingin pörssille asetettu seuraava velvollisuus: Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 5 momentin mukaan asianomaisen julkisen kaupankäynnin järjestäjän on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava sen tietoon tulleet 1 ja 3 momentissa tarkoitettut päätökset ja seikat, joita liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut.

4.6 Markkinahuhu ja tietovuoto

Markkinahuhuilla tarkoitetaan tavallisesti sellaista arvopaperimarkkinoilla liikkuvaa informaatiota, jonka todenperäisyydestä ei markkinoilla ole tietoa. Tämä johtuu tyypillisesti siitä, että markkinahuhun perustana olevan informaation lähde ei ole tiedossa. Markkinahuhu voi myöhemmin paljastua virheelliseksi tai paikkansa pitäväksi.²⁰⁹

Seuraavassa esimerkkejä viimeaikaisista markkinahuhuista:

1. Microsoftin huhutaan alkavan valmistaa Windows Phonen 8 älypuhelimia omalla Surface-tuotenimellään. Maailmalla arvellaan nyt, ettei Microsoft valmistaisi laitteita itse, vaan ulkoistaisi tuotannon. Varmimpana valmistuskumppanina pidetään Nokiaa.²¹⁰
2. Matkapuhelinvalmistaja Nokia kirittää Helsingin pörssin perjantai-iltapäivää. Kurssinousun taustalla on markkinahuhu, jonka mukaan korealaisyhtiö Samsung olisi tekemässä ostotarjousta Nokiasta. Dagens Industri -lehden mukaan Sam-

208 Korva 2004, s. 438.

209 Annola 2011, s. 1376.

210 Kauppalehti.fi 3.10.2012.

http://www.kauppalehti.fi/etusivu/markkinahuhu+nokia+valmistaa+microsoftin+puhelimet/201210276349?request_ahaa_info=true. Linkki tarkistettu 10.10.2012.

sung olisi valmis tarjoamaan Nokian osakkeesta neljän euron kappalehintaa.²¹¹

3. Nokia suunnittelee lanseeraavansa ensi vuonna vain yhden Linux-pohjaisen älypuhelimien, kertoo Reutersille Nokian tuotesuunnitelmat tunteva nimettömänä pysyttelevä lähde. Nokialta ei Reutersin mukaan haluttu tietoa kommentoida.²¹²
4. Matkapuhelinvalmistaja Nokia julkaisee uusimpien markkinahuhujen mukaan loppuvuonna Windows-pohjaisen taulutietokoneen.²¹³

Arvopaperimarkkinalaissa ei ole erikseen mainintaa markkinahuhuista. Jokaisen markkinaosapuolen on kuitenkin markkinaluottamuksen säilyttämiseksi pyrittävä välttämään antamasta aihetta väärinkäsitysten ja huhujen syntymiseen puhumattakaan, että itse levittäisi niitä. Tämän velvoitteen sisältö on arvioitava tapauskohtaisesti kunkin markkinaosapuolen roolin mukaisen toiminnan ja voimassaolevien säännösten näkökulmasta.²¹⁴

Liikkeeseenlaskijalla ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta reagoida markkinahuhuihin eli markkinahuhuja ei tarvitse oikaista tai vahvistaa.²¹⁵ Yhtiölle ei voida asettaa velvollisuutta kommentoida kaikkea sellaista markkinoilla liikkuvaa tietoa tai markkinahuhuja, joiden syntymiseen se ei itse ole myötävaikuttanut. Yhtiön on tapauskohtaisesti harkittava, milloin markkinahuhut ovat siinä määrin konkreettisia ja mahdollisesti yhtiön osak-

211 Kauppalehti 8.6.2012.

<http://www.kauppalehti.fi/etusivu/markkinahuhu+samsung+aikoo+ostaa+nokian/201206191307>.

Linkki tarkistettu 10.10.2012.

212 Arvopaperi.fi.

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/markkinahuhu+nokialta+vain+yksi+linuxpuhelin+ensi+vuonna/a352648?service=mobile&page=5>. Linkki tarkistettu 9.10.2012.

213 Itviikko.fi. <http://www.itviikko.fi/uutiset/2012/03/12/markkinahuhu-petaa-windows-tabletia-nokialle/201225081/7?rss=8>. Linkki tarkistettu 9.10.2012.

214 Huovinen 2004, s. 242. Katso myös yhtenäiset tiedottamissäännöt 1.9.2011 (Nasdaq OMX Helsinki) kohta 1.4: ”Markkinoilla voi liikkua yhtiötä koskevia huhuja tai vastaavanlaisia tietoja, vaikka tieto ei ole vuotanut yhtiöstä tai sen lukuun taikka puolesta toimineelta henkilöltä. Yhtiö ei ole velvollinen seuraamaan markkinahuhuja eikä kommentoimaan niitä, elleivät ne johdu yhtiön tai sen lukuun taikka puolesta toimivan henkilön aiheuttamasta mahdollisesta tietovuodosta. Yhtiö voi vaihtoehtoisesti todeta, että se ei kommentoi asiaa. Mikäli huhulla on kuitenkin olennainen vaikutus yhtiön arvopapereiden arvoon, yhtiö voi harkita tiedotteen julkistamista antaakseen markkinoille oikean tiedon ja edistääkseen luotettavaa arvopapereiden hinnanmuodostusta. Jos on ilmeistä, että huhut vaikuttavat merkittävästi arvopapereilla käytävän kaupan luotettavuuteen, pörssin on harkittava toimenpiteisiin ryhtymistä, esimerkiksi kaupankäynnin keskeyttämistä.”

215 Karjalainen ym. 2008, s. 146.

keen arvon hinnoitteluun vaikuttavia, että huhuihin on syytä reagoida. Huhujen täsmällisyys voi olla esimerkiksi indisio siitä, että tiedot ovat lähtöisin liikkeeseenlaskijasta. Tietojen oikaiseminen voi olla markkinoiden ja yhtiön osakkeenomistajien intressien mukaista.²¹⁶ Yhtiö voi siten halutessaan antaa markkinoille informaatiota enemmän kuin sääntely edellyttää.²¹⁷

Yhtiö ei aina tiedä kaikista sitä koskevista huhuista eikä myöskään voida olettaa, että yhtiö tutkisi kaikkien huhujen motiivit. Jotta yhtiö voisi reagoida tehokkaasti huhujen aiheuttamiin ongelmiin, sen on tiedettävä huhujen alkuperä ja tarkoitus. Yhtiö ei voi kuitenkaan aina oikaista vääriä tietoja, mutta jättää reagoimatta todenperäisiin huhuihin. Media nimittäin tietää tällaisessa tapauksessa heti huhun olevan todenperäinen, mikäli yhtiö ei oikaise sitä. Virheellisten tietojen jatkuva oikaiseminen antaa medialle vahvan aseman tiedon julkistamisessa ja vaikeuttaa yhtiön toimintaa. Tällainen ainoastaan väärin huhujen oikaisemispolitiikka mahdollistaisi medialle ja kilpailijoille sen, että ne voisivat suoltaa markkinoille huhuja ja katsoa, miten yhtiö niihin reagoi. Oikaisemattomista huhuista voisi päätellä yhtiön tulevaa toimintaa.²¹⁸

Markkinahuhun lähestyessä sellaista tietoa, joka muodostuu liikkeeseenlaskijan piirissä ja koskee sitä välittömästi, vahvistuvat samalla argumentit, jotka tukevat tiedonantovelvollisuuden syntymistä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden periaatteiden mukaisesti.²¹⁹ Julkisuudessa olevien tietojen vahvistamiseen tai muuhun kommentoimiseen yhtiöllä on siis velvollisuus vain silloin, kun sillä on syytä epäillä tietovuotoa. Kuten edellä on ha-moteltu, tällaisten selkeiden tietovuotojen lisäksi liikkeeseenlaskijan arvioitavaksi voi myös tulla velvollisuus kommentoida markkinoilla liikkuvia yhtiötä koskevia huhuja. Tällöin selkeä pääsääntö kuitenkin on, että yhtiöllä ei ole velvollisuutta reagoida markkinoilla liikkuviin huhuihin tai spekulatioihin, jos niissä ei ole totuudenvastaista sisältöä.²²⁰

216 Häyrynen 2006a, s. 287.

217 Annola 2011, s. 1379.

218 Huovinen 2004, s. 243 – 244.

219 Annola 2011, s. 1381.

220 Häyrynen 2009, s. 88.

Velvollisuus vahvistaa tai kumota ulkopuolisten tahojen yhtiöstä julkistamia tietoja voisi toteutua silloin, kun tiedot ovat ristiriidassa yhtiön aiemmin julkistaman informaation kanssa ja tiedot ovat tulleet luotettavalta taholta. Jos yhtiö ei tällaisessa tapauksessa korjaa väärää tietoa, yhtiö voi syyllistyä markkinoiden harhaanjohtamiseen.²²¹ Luotettavalla taholla viitataan toiseen markkinaosapuoleen, markkinoita palvelemaan tiedontuottajaan tai tutkimuslaitokseen.²²²

Tiedottamisen johdonmukaisuusvaatimus edellyttää, että yhtiö reagoi markkinahuhuhinkin samalla tavalla. Sijoittajilla on siten oikeus odottaa liikkeeseenlaskijalta tiedottamisstrategian johdonmukaisuutta myös sellaisessa tiedottamisessa, joka alun perin ei välttämättä olekaan perustunut arvopaperimarkkinalaissa säädettyyn tiedonantovelvollisuuteen. Tämä voi synnyttää velvollisuuden kommentoida sellaisiakin tietovuotoja, jotka eivät muuten täyttäisi sisäpiiritiedon tai jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kriteerijä.²²³

Tässä vaiheessa ollaan siis tehty seuraavat johtopäätökset: Ensiksikin yhtiöllä ei ole lähtökohtaisesti velvollisuutta reagoida markkinahuhuihin. Toiseksi tällainen velvollisuus voi käytännössä syntyä lähinnä vain siinä tapauksessa, että yhtiöllä on syytä epäillä tietovuotoa. Kolmanneksi yhtiön on markkinahuhuhinkin reagoidessaan noudatettava johdonmukaisen tiedottamisen vaatimusta.

Edellisessä luvussa aukikirjoitetussa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 3 momentissa on säännös tietovuodosta. Maininta tietovuodosta on myös Helsingin pörssin säännöissä: Mikäli yhtiön tietoon tulee, että arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on vuotanut ennen sen julkistamista, yhtiön on julkistettava asiaa koskeva tiedote. Tieto on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, mikäli arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on tahattomasti annettu kolmannelle osapuolelle, jolla ei ole salassapitovel-

221 Samuelsson 1991, s. 152. ”När korrigerig skall ske måste det ske tydligt”.

222 Huovinen 2004, s. 248 – 249.

223 Karjalainen ym. 2008, s. 140 ja Annola 2011, s. 1382.

vollisuutta.²²⁴

Tiedon julkistaminen voi olla tarkoituksellista tai tahatonta. Jos tieto ilmaistaan tarkoituksellisesti, se on julkistettava samanaikaisesti normaalilla tavalla. Jos ilmaiseminen on tahatonta, tieto on julkistettava vastaavasti niin pian kuin mahdollista tiedon tahattoman ilmaisemisen jälkeen. Tiedon ilmaiseminen voi tapahtua esimerkiksi analyttikko- tai sijoittajatapaamisissa, emission myyntitilaisuudessa tai vaikka yhtiökokouksessa. Tieto voi myös koostua useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulijalle syntyy käsitys tietokokonaisuuden olennaisuudesta.²²⁵

Vuotaneen tiedon tai huhun voi melko usein erottaa toisistaan tiedon tarkkuuden perusteella. Huhun voi tunnistaa epätarkkuuksista ja epäselvästi ilmaistuista näkökannoista, kun taas tietovuodossa on oleellisilta osiltaan oikeaa tietoa, vaikka se ei olisikaan kattavaa. Jotta tietoa voisi käsitellä vuotona, on edellytettävä, että johdon täytyy kyetä tunnistamaan tiedosta salassapidettäviä, todenperäisiä ja olennaisia seikkoja, joilla voi olla merkitystä liiketoiminnalle tai aiemmin julkistetuille tiedoille. Käytännössä vuotaneen tiedon ja huhun tunnistuksen ero on joskus hiuksen hieno.²²⁶

Myös markkinoiden väärinkäytösdirektiivin perusteella annetussa CESR ohjeistuksessa on markkinahuhuja ja tietovuotoja koskeva säännös: Therefore, if and when the relevant publication or the rumour relates explicitly to a piece of information or information that is inside information within the issuer, the latter is expected to react and respond to the relevant publication or rumour as that piece of information or that information is sufficiently accurate to indicate that a leak of information has occurred and, thus, that the confidentiality of this inside information is no longer ensured. In such circumstances, which should be the exception rather than the rule and should be examined by the issuer on a case by case basis, a policy of staying silent or of “no comment” by the issuer would not be acceptable. The issuer's reaction or response

224 Pörssin säännöt kohta 3.1.4.

225 HE 137/2004, s. 55 – 56.

226 Huovinen 2004, s. 248.

should be made publicly available in the same conditions and using the same mechanisms that those used for the communication of inside information, so that an ad hoc announcement has to be published without undue delay.²²⁷

Sisäpiiritiedon ilmaiseminen voi tapahtua liikkeeseenlaskijan lukuun tai myös vastoin sen intressiä. Tietovuodolla voidaan pyrkiä vahingoittamaan liikkeeseenlaskijaa tai sillä voidaan pyrkiä hankkimaan etua tiedon luovuttajalle tai tiedon saajalle. Tietovuoto tapahtuu kuitenkin yleensä vastoin liikkeeseenlaskijan intressiä eikä se kuulu tiedon ilmaisijan tavanomaisiin tehtäviin. Sijoittajien näkökulmasta on joka tapauksessa yhdentekevää, missä intressissä informaatio on vuotanut markkinoille. Keskeistä sijoittajille on, että yrityksestä ulkopuolelle ilmaistu tieto julkistetaan mahdollisimman ripeästi riippumatta siitä, mistä syystä tieto on ilmaistu tai paljastunut.²²⁸

Markkinahuhun on edellä aukikirjoitetusta CESR ohjeistuksestakin ilmenevällä tavalla oltava riittävän tarkka osoittamaan, että liikkeeseenlaskijalta on tapahtunut tietovuoto ja että tiedon luottamuksellisuutta ei näin ollen voida enää turvata. Mahdollinen tietovuoto pyritään tunnistamaan lisäksi arvopaperin kurssimuutoksen seurauksena. Tietovuoto tapahtuu tyypillisesti tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijalla ei muusta syystä olisi tiedottamisvelvollisuutta.²²⁹ Esimerkiksi yrityskaupan solmimiseen liittyvät tiedot voivat olla sisäpiiritietoa jo huomattavasti ennen kuin sitä koskeva tieto on julkistettava. Yhtiön voi luonnollisesti olla vaikea kommentoida huhuja, jos ne liittyvät esimerkiksi sen käymiin vireillä oleviin yritysjärjestelyneuvotteluihin. Jos huhu on kuitenkin siinä määrin totuudenmukaista, että selkeän tietovuodon voidaan epäillä tapahtuneen, yhtiön on julkistettava asiasta pörssitiedote. Suullisesti huhua ei saa kommentoida.²³⁰

Tietovuoto tunnistetaan yleensä vasta sitten, kun se on laajalle levinnyt ja sen luottamuksellisuus on menetetty. Informaatioasymmetrian vähentämiseksi ja markkinoiden

²²⁷ Market Abuse Directive, Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, kohta 69.

²²⁸ Annola 2011, s. 1384 – 1386.

²²⁹ Annola 2011, s. 1389.

²³⁰ Häyrynen 2009, s. 77 ja 89.

luotettavuuden lisäämiseksi kyseinen seikka on julkistettava mahdollisimman nopeasti. Luottamuksellisuuden menettäminen johtaa julkistamisvelvollisuuteen. Jos tietovuoto ei kuitenkaan poikkeuksellisesti olisi markkinoiden toiminnan, sijoittajien ja kurssivaikutuksen osalta merkityksellinen, luottamuksellisuutta ei ole välttämättä katsottava menetettyksi. Tällöin julkistamisvelvollisuutta voidaan arvioida punniten eri suuntaan vetäviä argumentteja. Sisäpiiritiedon vuotaminen johtaa kuitenkin pääsääntöisesti julkistamisvelvollisuuteen.²³¹

4.7 Tulosennuste

Liikkeeseenlaskijoilla ei ole laissa asetettua jatkuvaa velvollisuutta julkistaa arvioitaan tulevaisuudennäkymistään. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 §:n 4 momentin mukaan osavuosikatsauksen selostusosassa on annettava kuvaus liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan riskeistä ja epävarmuustekijöistä sekä arvioitava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu. Sama koskee tilinpäätöstiedotetta.²³² Lisäksi kirjanpitolain 3 luvun 1 §:n 4 momentin mukaan tilinpäätökseen on liitettävä toimintakertomus, jossa annetaan tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan kehittymistä koskevista tärkeistä seikoista. Vielä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 §:n 4 momentissa on säädetty, että esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä.²³³

Vaikka siis pörssiyhtiöllä ei ole laissa säädettyä velvollisuutta julkistaa jatkuvasti tulosennusteita ja vaikka tulevan kehityksen arviointiin liittyy yleensä useita epävarmuustekijöitä, on tulevaisuudennäkymien antaminen tulosennusteina suositeltavaa. Tämä johtuu siitä, että liikkeeseenlaskijan johto on parhaassa asemassa arvioimaan liikkeeseen-

231 Annola 2011, s. 1390 – 1391.

232 Arvopaperimarkkinalaki 2 luku 6 a § 2 momentti.

233 Katso markkinoinnin yhteydessä annettavista ennusteista enemmän Seppänen 2001, s. 73 – 91.

laskijan tulevaa kehitystä.²³⁴

Käytännössä yhtiöt julkistavat tulosennusteita hyvin vaihtelevalla tavalla. Yleisluontoisten tulevaisuutta koskevien näkymien lisäksi yhtiöt antavat markkinoille myös tarkkoja ja perusteltuja tulevaisuudenennusteita ja -arvioita, mutta niitäkin monin eri tavoin. Yhtiöt voivat antaa markkinoille esimerkiksi hyvinkin tarkan numeerisen ennusteen tai vaihtoehtoisesti vain ennustehaarukan, jossa esimerkiksi yhtiön osakekohtaisen tuloksen arvioidaan olevan tietyn vaihteluvälin sisällä. Tyypillisesti yhtiöt julkistavat kuitenkin vain sanallisen tulosennusteen, jossa ne antavat yleisen tai täsmällisen arvion tulevasta tuloskehityksestä. On myös yhtiöitä, jotka eivät kommentoi tulevaisuudennäkymiään lainkaan.²³⁵

Tulevaisuudennäkymät on yleinen termi tulevaa jollakin tavalla kuvaavalle tai ennustavalle arviolle, eivätkä sitä koskevat säännökset aseta tarkkoja vaatimuksia tulevaisuudennäkymien sisällölle.²³⁶ Kuten edellä on käynyt ilmi, tulevaisuudennäkymiä voidaan antaa hyvin yleistasoisina luonnehdintoina esimerkiksi liikevaihdon tai markkinoiden kehityksestä tai toisaalta yksityiskohtaisena ennusteena esimerkiksi osakekohtaisesta tuloksesta. Tulosennusteina voidaan pitää tulevia ajanjaksoja koskevia arvioita, joiden sanamuodosta suoraan tai epäsuorasti käy ilmi liikkeeseenlaskijan tuloksen todennäköinen minimi- tai maksimitaso. Tulosennusteita ovat myös tiedot, joiden perusteella voidaan laskea tulevien voittojen tai tappioiden likimääräinen summa. Tällaisia tulosennusteita ovat esimerkiksi maininta kannattavuuden kehityksestä tai esitetty arvio liikevoiton tasosta, liikevoittomarginaalista tai tilikauden tuloksesta.²³⁷

Pörssiyhtiön esittäessä tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevia arvioita niiden on oltava objektiivisesti perusteltuja. Yhtiön on kyettävä perustelemaan ennusteitaan esimerkiksi aiemmin toteutuneilla tulos- ja liikevaihtoluvuilla, yrityksen toimintaan vaikuttavilla

234 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.7 (53).

235 Häyrynen ym. 2007, s. 73.

236 Karjalainen ym. 2008, s. 150.

237 Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.7 (52).

kausivaihteluilla tai yleisillä talousennusteilla. Yhtiön on osoitettava ja perusteltava sekä arvioiden taustalla olevat merkittävät oletukset että myös niiden nojalla esitetyt arviot. Julkisuuteen annettujen arvioiden ja niiden perusteiden tulee myös vastata yhtiön omia sisäisiä arvioita ja perusteita.²³⁸

Mikäli yhtiö on julkistanut markkinoille tulosennusteen, se muodostaa lähtökohdan sijoittajan perustellulle arviolle tuloskehityksestä. Sellaisessa tilanteessa, jossa yhtiö on nimenomaisesti antanut markkinoille täsmällisiä sanallisia tai numeerisia tulevaisuuden arvioita, voitaisiin yhtiöllä katsoa olevan korostunut velvollisuus täsmentää arvioitaan, mikäli ne muuttuvat aiemmin julkistetusta. Tämä johtuu siitä, että vertailuluku perustellun arvion tekemiseksi on yksiselitteisesti olemassa. Sijoittajien on lisäksi voitava luottaa kyseiseen ennusteeseen, jonka perusteella yhtiön arvopaperin arvo on markkinoilla määräytynyt. Täsmällinen tulevaisuudenennuste vähentää markkinoiden epävarmuutta yhtiön tulevasta kehityksestä ja pienentää samalla yhtiön arvopaperiin liittyvää riskiä.²³⁹

Helsingin pörssin kurinpitolautakunta on antanut Stora Enso Oyj:lle varoituksen tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta.²⁴⁰ Kyseisessä päätöksessä on todettu, että Stora Enso Oyj oli julkistanut 2.2.2006 pörssitiedotteessa arvioitaan lähiajan kehitysnäkymistä. Arviossa oli kuvailtu muun muassa paperin kysynnän ja hintojen kehittymistä sekä työsuoritusneuvottelujen tilannetta. Katsaukseen oli sisältynyt pääosin myönteisiä mutta myös kielteisiä kehitysnäkymiä. Liiketoiminnan tuloksen kehityksestä ei ollut esitetty pörssitiedotteessa arviota. Yhtiön johto oli tämän jälkeen 2.2.2006, 23.2.2006 ja 21.3.2006 esittänyt eri yhteyksissä arvioita yhtiön kannattavuuden paranemisesta ja liikevoiton kasvamisesta vuonna 2006 verrattuna vuoteen 2005. Yhtiö ei ollut julkistanut näitä arvioita pörssitiedotteella. Helsingin pörssi oli pyytänyt yhtiötä julkistamaan yhtiön antamat tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevat arviot. Yhtiö ei ollut katsonut tarpeelliseksi julkistaa liikevoiton kasvua koskevaa arviota perustellen päätöstään sillä, että esitetty arvio oli pääteltävissä aiemmin julkistetuista ja julkisuudessa olleista tiedoista.

238 Häyrynen 2009, s. 91.

239 Häyrynen ym. 2007, s. 73 – 74.

240 Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 6.6.2006.

Kurinpitolautakunta ei hyväksynyt Stora Enso Oyj:n perusteluja julkistamatta jättämiselle. Se totesi, että yhtiö ei tilinpäätöstiedotteessaan 2.2.2006 ottanut kantaa kannattavuuden tai liikevoiton kehitykseen vuonna 2006. Yhtiön johto esitti myöhemmin arviointia näistä sijoittajan kannalta keskeisistä taloudellisista tunnusluvuista. Arvioissa oli siten annettu olennaisesti lisää tietoa verrattuna aiemmin julkistettuun informaatioon. Kurinpitolautakunta katsoi, että yhtiön olisi pitänyt julkistaa arviot pörssitiedotteella, jotta tiedot olisivat olleet samanaikaisesti kaikkien sijoittajien saatavilla.

Tulosennusteiden laadinnassa ja julkistamisessa tulee ottaa huomioon, että annettavan informaation, kuten perustelujen ja taustaoletusten, tulisi olla sijoittajan kannalta selkeää, yksiselitteistä ja ymmärrettävää. Tulosennusteita ei tulisi antaa ilman huolellista analyysia liikkeeseenlaskijan liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä. Tulosennusteiden tulisi myös perustua realistisiin ja perusteltuihin arvioihin. Annettujen tulosennusteiden tulisi olla vertailukelpoisia suhteessa yhtiöstä annettuihin tilinpäätöstietoihin ja taloudellisiin tietoihin. Vielä tulosennusteiden tulisi antaa olennaista tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttää sijoituspäätöksensä perusteena.²⁴¹

Tulevaisuuden ennusteista on omat säännöksensä myös Helsingin pörssin säännöissä: Mikäli pörssiyhtiö julkistaa ennusteen, sen on annettava tieto esitetyn ennusteen lähtökohtana olevista taustaoletuksista tai -edellytyksistä. Ennuste on esitettävä mahdollisimman yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Mikäli pörssiyhtiö julkistaa muita tulevaisuutta koskevia lausumia, pörssiyhtiön on esitettävä sellaiset lausumat vastaavasti yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla.²⁴²

Listayhtiöiden tulevaisuuttaan koskevien tietojen julkistamista ja sen sääntelyä voidaan pitää lähtökohtaisesti ongelmallisena. Tulevaisuutta koskevan informaation kysyntä on lisääntynyt voimakkaasti, mutta tällaisen informaation ongelmana on sen subjektiiv-

²⁴¹ Katso Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.7 (61).

²⁴² Pörssin säännöt kohta 3.3.1.

suus ja spekulatiivisuus. Perusteettomat ja mahdollisesti ylioptimistiset tulevaisuuden näkymät heikentävät merkittävästi markkinoiden luottamusta. Tulevaisuuden arvioinnin esittämistä onkin pidetty eräänä kaikista tarkimmin punnittavana hallituksen ratkaisuna. Ennusteita antaessaan johdosta edellytetään erityistä varovaisuutta. Kaupallisen kehumi- sen sallittavuuteen on suhtauduttava pidättyvästi. Yhtiön antaessa markkinoille tulevai- suuttaan koskevia arvioita on myös tulevaisuuteen liittyviä toimiala- ja yhtiökohtaisia riskejä ja epävarmuustekijöitä tuotava esiin mahdollisimman läpinäkyvästi. Ennusteet on myös esitettävä ennusteina ja asianmukaisin varoituksin.²⁴³

Edelliseen liittyen Helsingin pörssin kurinpitolautakunta on edellyttänyt riittävien talou- dellisten seurantajärjestelmien ylläpitämistä. Päätöksessään lautakunta katsoi, että yh- tiön taloudellisen tilan ja ennusteiden julkistaminen oli perustunut puutteellisten seuran- tajarjestelmien vuoksi osittain epäluotettaviin tietoihin. Yhtiön julkistamat ennusteet ei- vät olleet sellaisia perusteltuja ennusteita, joita listayhtiöltä pörssin sääntöjen mukaan edellytetään. Yhtiön johdon tiedossa oli ollut seikkoja, joiden perusteella sen olisi tule- vaisuuden ennusteita julkistaessaan tullut toimia varovaisemmin ja lisätä ennusteisiinsa niiden toteutumista koskevia varauksia. Yhtiön tiedottaminen oli lautakunnan mukaan kokonaisuudessaan painottanut liian yksipuolisesti positiivisiin asioihin, ja riskit oli jä- tetty mainitsematta tai niitä oli vähätelty.²⁴⁴

Riskitekijöitä tulisi jatkuvasti päivittää muuttuvien markkinaolosuhteiden ja yhtiön ase- man mukaisesti. Erityisesti tärkeitä ovat strategiset riskit, koska niiden toteutumisella on todennäköisimmät ja suurimmat kurssivaikutukset. Tällaisia strategisia riskejä ovat ky- synnän heikkeneminen, asiakkaiden menetykset, kilpailutilanne, fuusio-ongelmat ja tuo- tekehitysviiveet. Myös operatiivisilla riskeillä, kuten kustannusten kasvulla, tavoitteiden saavuttamattomuudella sekä tuotantoon ja henkilöstöön liittyvillä ongelmilla on keskei- nen merkitys. Yhtiön on riskiarvioissaan pyrittävä tuomaan esiin myös se, miten yhtiön

243 Häyrynen 2006a, s. 289 – 290.

244 Helsingin pörssin kurinpitolautakunnan päätös 2/2001. Katso myös Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.7 (55), jossa edellytetään, että liikkeeseenlaskijan tulisi tulevaisuudennäkymiä antaessaan ot- taa huomioon liiketoimintaan liittyvät merkittävät lähiajan riskit ja epävarmuustekijät ja pitäytyä ar- vioissa, jotka voidaan perustellusti esittää.

toimintaympäristössä mahdollisesti tapahtuvat ulkoiset markkinatekijöiden muutokset vaikuttaisivat yhtiön tuloksentekeytyyyn. Vaikka ennusteet on edellä todetuoin tavoin varustetta asianmukaisin varoituksin, yhtiöllä on silti velvollisuus antaa huolellisesti harkittua, perusteltua ja tarkistettua tietoa.²⁴⁵

4.8 Tulosvaroitus

Tulosvaroituksella tarkoitetaan listayhtiön ilmoitusta siitä, että sen tulos tai taloudellinen asema poikkeaa olennaisesti odotetusta *joko positiivisesti tai negatiivisesti*. Siitä ei kuitenkaan erikseen säädetä arvopaperimarkkinalaissa, vaan se sisältyy ajatuksellisesti jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen ja sitä koskevat samat periaatteet kuin kaikkia muitakin seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.²⁴⁶

Arvopaperimarkkinalain esitöissä on selvennetty, että tiedonantovelvollisuus koskee tietoja, joissa tuloksen kehittyminen poikkeaa merkittävästi siitä, mitä yhtiö on aiemmin julkisesti ennakoanut tai mitä voidaan perustellusti yhtiön aikaisemmin julkistamasta tiedosta päätellä. Tällöin yhtiölle voi syntyä velvollisuus julkistaa tietoja kehityssuunnasta tai uusi arvio siitä niin sanottuna tulosvaroituksena.²⁴⁷

Hallituksen esityksessä mainittua on täsmennetty itsesääntelyn keinoin. Helsingin pörssin säännöissä on nimittäin tulosvaroituksesta erityisiä määräyksiä: Mikäli pörssiyhtiön on syytä olettaa, että sen tulos tai taloudellinen asema tulee poikkeamaan olennaisesti pörssiyhtiön julkistamasta ennusteesta ja poikkeama on arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, pörssiyhtiön on julkistettava tieto poikkeamasta. Tiedotteessa on myös toistettava aiemmin esitetty ennuste. Lisäksi säännöissä on todettu, että mikäli pörssiyhtiö ei ole julkistanut ennusteita tai muita tulevaisuutta koskevia lausumia ja pörssiyhtiön taloudellinen tulos tai taloudellinen asema poikkeaa odottamattomalla tavalla ja merkittä-

245 Häyrynen 2009, s. 93.

246 Karjalainen ym. 2008, s. 153.

247 HE 137/2004, s. 53.

västi sellaisesta arviosta, joka voidaan kohtuudella tehdä pörssiyhtiön aiemmin julkistamien tietojen perusteella, pörssiyhtiön on julkistettava tieto asiasta, mikäli poikkeaman voidaan olettaa olevan arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava.²⁴⁸

Edellä on jo todettu, että mikäli yhtiö on julkistanut tulosenennusteen, se muodostaa lähtökohdan sijoittajan perustellulle arviolle tuloskehityksestä. Mitä täsmällisempi ennuste on ollut, sitä korostuneempi yhtiön velvollisuus on täsmentää arvioitaan, mikäli ne muuttuvat aiemmin julkistetusta. Tästä ei kuitenkaan seuraa, että yhtiön ei tarvitsisi antaa tulosvaroitusta tilanteessa, jossa se ei ole lainkaan julkistanut ennusteita. Arvioinnin kohteena on edellä pörssin säännöistä ilmenevällä tavalla tällöin se, mitä voidaan yhtiön aikaisemmin julkistamista tiedoista päätellä. Arviossa voidaan ottaa huomioon kaikki markkinoille julkistetut tiedot. Kyseisessä tilanteessa kaikki yhtiön aiemmin julkistamaan historiatietoon nähden olennainen tieto vaikuttaa sijoittajan perusteltuun arvioon yhtiön arvopaperin arvosta.²⁴⁹

Yhtiön on julkistettava tieto poikkeamasta edelliseen ennusteeseen, jos on syytä olettaa poikkeaman olevan arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava. Olennaisuutta arvioidaan suhteessa viimeksi julkistettuun taloudelliseen katsaukseen. Yhtiön on otettava huomioon tulosnäkymät ja yleisesti tiedossa olevat taloudellisen tilanteen muutokset. Tällaisia ovat esimerkiksi toimintaympäristön muutokset ja toimialan kausivaihtelut. Markkinoiden odotukset eli esimerkiksi analyytikkojen arviot eivät ole ratkaisevia, vaan ratkaisevia ovat yhtiön julkistamat tiedot sekä se, mitä niistä voidaan perustellusti päätellä. Mikäli yhtiö ei ole julkistanut ennustetta, sen on arvioitava, onko sen julkistettava tieto yhtiön toteutuneessa tuloksessa tai taloudellisessa asemassa tapahtuneesta odottamattomasta ja olennaisesta muutoksesta. Tarvetta tiedon julkistamiseen arvioidaan vertaamalla yhtäältä sellaisia perusteltuja arvioita, joita sijoittaja voi tehdä yhtiöstä sen aiemmin julkistaman tilinpäätösinformaation ja osavuosikatsausten sekä muun tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistetun tiedon perusteella, sekä toisaalta yhtiön tulok-

248 Pörssin säännöt kohdat 3.3.1 ja 3.3.2.

249 Häyrynen ym. 2007, s. 73 – 74.

sen ja taloudellisen aseman kehittymistä.²⁵⁰ Kokonaiskuva yhtiöstä muodostuu vasta, kun on noudatettu sekä säännöllistä että jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta.²⁵¹

Yhtiön velvollisuus julkistaa tulosvaroitusta riippuu siis ennen kaikkea siitä, mitä yhtiö on aiemmin tiedottanut julkisuuteen.²⁵² Lähtökohtaisesti markkinoiden odotuksilla ei ole merkitystä. Jos kuitenkin ero toisaalta julkistettujen tietojen ja markkinoiden odotuksien välillä on huomattava, saattaa olla paikallaan selvittää yhtiön tiedottamista laajemmin. Huomattava ero voi olla indisio siitä, että tiedottamista ei ole hoidettu asianmukaisella tavalla.²⁵³

Edellä on hahmoteltu seuraava lopputulema: Mitä täsmällisemmän tulosennusteen yhtiö on aiemmin antanut, sitä korostuneempi on sen velvollisuus tulosvaroituksin täsmentää arvioitaan niiden muuttuessa. Tätä taustaa vasten seuraavaksi esitettävä on suorastaan yllättävää. Mikäli yhtiö on nimittäin antanut hyvin epätasaisen ennusteen tai se ei ole antanut ennustetta ollenkaan, se saattaa joutua julkistamaan tulosvaroituksen hyvinkin herkästi. Toisin sanoen mitä epätarkempi on ennuste, sitä suurempi on tulosvaroituksen tarve. Yhtiöillä saattaa siis olla kannustin julkistaa mahdollisimman täsmällisiä ennusteita, koska tällöin niillä voi olla pienempi todennäköisyys joutua tulosvaroituksilla päivittämään ennusteitaan.²⁵⁴ Tällainen yllättävä havainto on perusteltavissa sillä, että tulosennusteita antamattoman tai epätasaisia ennusteita antavan yhtiön osalta mikä tahansa toteutuva tulosta koskeva tieto voidaan katsoa olennaiseksi uudeksi informaatioksi. Toisin on sellaisen yhtiön kohdalla, joka on jo tarkemmin ennakoanut tulevaa kehitystä.²⁵⁵

Tilinpäätöstietojen ja osavuositarkastusten merkitys olennaisuusarvioinnissa on sitä vähäisempi, mitä tarkempia ennusteita yhtiö on julkistanut. Kokonaisarvioinnissa on

250 Pörssin yhtenäiset tiedottamissäännöt 3.1 ja 3.2.

251 Huovinen 2005, s. 777.

252 Huovinen 2004, s. 252.

253 Kurenmaa 2003, s. 148.

254 Häyrynen ym. 2007, s. 75.

255 Häyrynen 2009, s. 97.

otettava huomioon myös yhtiön tiedottamispolitiikka ja siltä edellytettävä johdonmukaisuus. Yhtiön väljä tulosennusteohjeistus ja pidättyvä linja tulosvaroituksissa eivät kuitenkaan poista tulosvaroituksen antamisvelvollisuutta, jos tieto on olennainen suhteessa historiatietoon tai väljään tulosennusteeseen. Tulosvaroituksen julkistamiskynnys ei voi ne myöskään poiketa eri yhtiöiden kesken yhtiöissä noudatettavien erilaisten tiedottamiskäytäntöjen vuoksi. Tulosvaroituksen antamiskynnystä arvioitaessa huomiota on kiinnitettävä myös siihen, kuinka selkeästi yhtiö on aiemmin julkistanut tietoja ennusteidensa taustalla olevista yleiseen taloudelliseen kehitykseen tai muihin ulkoisiin markkinatekijöihin liittyvistä lähtökohtaolemmuksista sekä niiden toteutumiseen liittyvistä riskeistä.²⁵⁶

Tiedotuspolitiikan perusteella julkistettavat tiedot ovat yleensä vapaaehtoisia tietoja, joi-
ta sijoittajat voivat tottua odottamaan. Tiedotuspolitiikkaan ei sen sijaan voi kuulua se tiedottaako yhtiö olennaisten tietojen muutoksista tulosvaroituksella tai muulla tavalla. Olennaisista muutoksista on tiedotettava aina.²⁵⁷

Tulosvaroitusta on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä. Julkistamisvelvollisuus syntyy hetkenä, jolloin käy todennäköiseksi, ettei aiemmin julkistettua tulosennustetta saavuteta tai se ylitetään.²⁵⁸ Sijoittajalla on perusteltu odotus, että yhtiö kertoo jatkuvasti kaiken tarpeellisen tiedon osakkeen arvon määrittämiseksi ja ilmoittaa, jos jokin aiemmin kerrottu seikka muuttuu tai menettää merkityksensä. Annettujen tietojen korjaamisvelvoite vaihtelee toimialoittain ja yhtiöittäin sekä ajallisesti että sisällöllisesti. Tulosennusteen korjaamisvelvoite riippuu myös siitä, milloin aiemmin annettu ennuste havaitaan virheelliseksi. Julkistamisen jälkeen tieto aina dilutoituu vähitellen. Tällä tarkoitetaan sitä, että tiedon ajankohtaisuudesta etäännyttään, minkä vuoksi tieto ei olekaan enää keskeinen argumentti yhtiön tilannetta arvioitaessa. Tiedon hyödynnettävyys tavallaan heikkenee.²⁵⁹ Mikäli siis aiemman tulosennusteen antamisesta on kulunut pitkä aika, tulosvaroitusta ei välttämättä ole enää tarpeen antaa sen oikaisemiseksi. Aiemmin annetu-

256 Häyrynen ym. 2007, s. 76.

257 Huovinen 2005, s. 776.

258 HE 137/2004, s. 53.

259 Huovinen 2005, s. 778.

la ennusteella kun ei ajan kulumisen vuoksi välttämättä ole enää mitään vaikutusta arvopaperin hinnanmuodostukseen.

Yhtiön johdolle tuloksen kehitys alkaa yleensä valjeta asteittain, ja ongelma onkin, milloin tieto yhtiön tilasta on tullut johdolle niin ilmeiseksi, että asiasta on syytä tiedottaa. Yhtiöt tiedottavat hyvät uutiset ripeämmin kuin huonot, minkä vuoksi markkinat tulkitsevat usein tiedottamattomuuden viestivän, että yhtiö panttaa huonoja uutisia.²⁶⁰ Yhtiön sisäisten tulosodotusten ja niiden kehitystä osoittavien tietojen olennaista muutosta aiempaan voidaan lähtökohtaisesti pitää syynä, joka velvoittaa johtoa harkitsemaan asian tiedottamista. Velvollisuus tulosvaroituksen antamiseen syntyy viimeistään, kun yhtiön sisäiset tulosodotukset poikkeavat sen aiemmin markkinoille julkistamista tiedoista.²⁶¹

Tiedonantovelvollisuuden syntyhetkeä arvioitaessa punnitaan usein sijoittajien tiedonsaantitarpeeseen liittyvää kahta keskenään ristiriidassa olevaa kriteeriä: tiedottamisen nopeutta ja tiedon luotettavuutta.²⁶² Sijoittajien on saatava mahdollisimman nopeasti arvopaperin arvoon vaikuttava tieto, mutta tiedon pitää olla myös luotettavaa ja kattavaa.²⁶³ Helsingin pörssin kurinpitolautakunta on päätöksessään 26.5.2005 todennut muun muassa, että yhtiö (Nokia) oli katsonut aiemmin annetun tulosarvion korjaamisen erikseen antavan markkinoille todennäköisesti väärän kuvan ja että lyhyen ajan kuluttua annetussa tilinpäätöstiedotteessa oli ollut mahdollista kuvata yhtiön liiketoiminnan tulos ja kehitysnäkymät kattavasti. Kurinpitolautakunta piti tuota yhtiön pyrkimystä antaa mahdollisimman täydellistä informaatiota sinänsä hyväksyttävänä ja otti sen huomioon harkinnassaan. Kun kysymys oli lautakunnan mukaan kuitenkin olennaisesti muuttuneen yksityiskohtaisen informaation korjaamisesta, se olisi pitänyt tehdä ilman aiheutonta viivytystä. Tulokseen vaikuttaneiden seikkojen osalta tiedot olisi tullut antaa niin

²⁶⁰ Kurenmaa 2003, s. 149.

²⁶¹ Häyrynen 2009, s. 99.

²⁶² Huovinen 2005, s. 778.

²⁶³ Katso Finanssivalvonnan standardi 5.2b kohta 5.8 (74), jossa todetaan ”Vaikka kaikki yksityiskohdat eivät tulosvaroitusta annettaessa ole vielä tarkasti tiedossa, tiedotteessa pyritään antamaan mahdollisimman tarkka arvio odotetusta kehityksestä sekä kerrotaan keskeisimmät syyt julkistetuista näkymistä poikkeavaan kehitykseen.”

täydellisinä kuin sen hetkisten tietojen valossa olisi ollut mahdollista.²⁶⁴

Rahoitustarkastus on ottanut kantaa samaan tilanteeseen.²⁶⁵ Sen mukaan sijoittajien perusteltua sijoituspäätöksentekoa auttaa se, että liikkeeseenlaskija antaa analysoitua tietoa tulokseensa ja taloudelliseen asemaansa vaikuttaneista syistä sekä kertoo käsityksensä tulevasta kehityksestä. Toisaalta tietojen syvälinen analysointi ja mahdollisten tulevien tapahtumien odottaminen johtavat väistämättä tiedon julkistamisen viivästymiseen. Olennainen tieto on kuitenkin julkistettava mahdollisimman nopeasti. Tiedon ajantasaisuus menee siten tiedon mahdollisimman täydellisen sisällön edelle. Tämä vakiintunut peruslähtökohta edellyttää siten, että olennaiset tiedot on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, vaikka liikkeeseenlaskija ei sillä hetkellä kykenisikään asiaa tarkemmin analysoimaan tai antamaan samanaikaisesti tulevaisuuden näkymiään. Sijoittajien on vastaavasti ymmärrettävä se, että tiedon nopea julkistaminen voi merkitä sitä, että tietoa ei ole pystytty syvällisesti analysoimaan ja että tietoa voidaan joutua muuttamaan tai täydentämään jo pelkästään tästäkin syystä. Vaikka yhtiön ottama lisäaika tiedon analysoimiseksi ja tulevaisuuden näkymien antamiseksi oli antanut tilaisuuden julkistaa mahdollisesti sisällöltään täydellisempää ja analysoidumpaa tietoa, merkitsi se samalla arvopaperimarkkinalain peruslähtökohdan eli tiedon ajantasaisen julkistamisen laiminlyömistä.

Kyse lautakunnan ja Rahoitustarkastuksen ratkaisuissa on nimenomaan ollut tasapainon hakemisesta tiedon nopeuden ja täydellisyyden vaatimusten kesken. Nopealtakin tiedottamiselta tulee edellyttää, että se perustuu riittävän luotettaviin tietoihin. Toteutumiseltaan epävarmoista tai epätasällisista seikoista tiedottaminen voi johtaa markkinoita harhaan.²⁶⁶ *Huovinen* on kritisoinut Rahoitustarkastuksen lähestymistapaa ja todennut, että Rahoitustarkastuksen mielestä nopea, puutteellinen, analysoimaton ja sirpaleinen tieto menee sijoittajan olennaiseksi kokeman tiedon edelle. Sen mielestä on parempi, että tietoja ensin annetaan ja sitten annettuja tietoja muutetaan tai täydennetään.²⁶⁷

264 Helsingin pörssin kurinpitolautakunta 26.5.2005.

265 Rahoitustarkastuksen päätös 24.5.2005, jota on käsitelty jo edellä.

266 Häyrynen 2009, s. 102.

267 Huovinen 2005, s. 774 – 775.

Yhtiön johdon nopeaa reagoitua edellyttävän tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi olennaista on myös se, että yhtiön tuloksen ja muiden sen taloudelliseen asemaan vaikuttavien tietojen kehittymistä pystytään seuraamaan riittävän usein. Yhtiön on kyettävä keräämään toimintaansa koskeva sisäinen taloudellinen informaatio myös sellaisessa muodossa, että tietojen olennaisuuden arviointi ja tarvittaessa tulosvaroituksen julkistaminen voidaan toteuttaa mahdollisimman nopeasti. Yhtiön johdon on voitava tunnistaa ehkä vielä heikotkin muutosten signaalit toimintaympäristössä. Seurantavelvollisuus kohdistuu erityisesti yhtiön tuloksen tai liikevaihdon kertymisen kannalta riskiherkkien kohteiden seurantaan.²⁶⁸

Luopuminen tarkemmasta tulos- tai liikevaihto-ohjauksesta voi vaikeuttaa yhtiöstä tehtävien analyysien ja ennusteiden laatimista ja lisätä yhtiön osakkeen volatilitettä. Vastaavasti ohjeistuksen epätasällisuus voi epävarmuutta lisätessään alentaa osakkeen hintaa ja tulosvaroituksen julkistaminen vastaavasti aiheuttaa merkittäviä kurssireaktioita. Mitä tarkemmin yhtiö kykenee antamaan ohjeistusta tulevasta kehityksestään, sitä paremmin osakkeen kurssitaso todennäköisesti kuvaa yhtiön oikeaa arvostusta.²⁶⁹

4.9 Tiedon totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus

Totuudenvastaisen tiedon antamisella tarkoitetaan asianhaaran selostamista tai muunlaista esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla.²⁷⁰ Totuudenvastaisuudella viitataan siis tietoihin, joiden todenperäisyys voidaan tarkistaa. Harhaanjohtavuus voi sen sijaan ilmetä useilla eri tavoilla.²⁷¹ Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se on puutteellisuutensa, esittämistapansa tai esittämismuotonsa vuoksi omiaan antamaan vastaanottajalle virheellisen käsityksen. Harhaanjohtavuudella voidaan viitata myös siihen, että sijoittajien mahdollisuuksia tehdä perusteltuja päätöksiä vaikeutetaan merkityksettömällä tai vähäpätöisellä informaatiolla. Kyse on tällöin infor-

268 Häyrynen 2006a, s. 300.

269 Häyrynen ym. 2007, s. 77.

270 Korva 2004, s. 439.

271 Huovinen 2004, s. 219.

maatiotulvasta.²⁷²

Harhaanjohtavuutta on myös sijoittajien johdattaminen muodostamaan väärän käsityksen jonkin seikan merkityksestä. Esimerkiksi jonkin keksinnön merkityksen ja odotettavissa olevien hyödyntämismahdollisuuksien kuvaaminen selvästi liioittelevalla tavalla voisi olla harhaanjohtamista samoin kuin sellaisesta seikasta vaikeneminen, että keksinnön tuottama hyöty ja sen mukanaan tuoma arvopaperin arvon nousu on odotettavissa vasta vuosien päästä.²⁷³

Keskeistä on arvioida, onko yhtiön julkistama tieto omiaan antamaan sijoittajille harhaanjohtavan kuvan tai käsityksen. Tätä arviota tehtäessä on kiinnitettävä erityinen huomio siihen, millaisen käsityksen sijoittajat ovat yhtiön aiemmin julkistaman tiedon perusteella voineet muodostaa. Kysymys on esimerkiksi siitä, kuinka johdonmukaisesti yhtiö on noudattanut omaa sijoittajille tuttua tiedottamispolitiikkaansa. Jos yhtiö muuttaa julkistamiskynnystään olennaisesti, kyse voi olla harhaanjohtavuudesta.²⁷⁴

Merkitystä voi olla myös pörssitiedotteen otsikoinnilla. Tiedotteen otsikon ja sisällön tulee vastata toisiaan. Tiedottaminen on harhaanjohtavaa myös, jos kielteisiä asioita upotetaan tai häivytetään muun tiedon sekaan siten, ettei ulkopuolinen niitä helpolla havaitse. Liikkeeseenlaskijan on julkistettava tiedot siten, että yleisö voi arvioida niitä tyhjentävästi ja virheettömästi. Yhtiö ei saa myöskään kiistää sitä koskevien huhujen todenperäisyyttä, mikäli kyseiset huhut pitävät paikkansa.²⁷⁵

Totuudenmukainen tieto voi olla harhaanjohtavaa myös moniselitteisyytensä perusteella silloin, kun yhtiön esittämä tieto voidaan ymmärtää useilla eri tavoilla ja yksikin näistä tavoista on väärä. Harhaanjohtavuus voi perustua myös liioitteluun. Yksittäisissä tiedotustapauksissa virheellistä tai harhaanjohtavaa toimintaa voi olla vaikea osoittaa, mutta

272 Korva 2004, s. 439 – 440.

273 Huovinen 2005, s. 220.

274 HE 137/2004, s. 52.

275 Häyrynen 2009, s. 89 – 90.

toistuvana toimintana se muodostaa trendinomaisen tiedotuspolitiikan, joka johtaa sijoittajien puutteelliseen tiedonsaantiin. Kyseessä on väärän tiedon syntymisen salliminen olemalla passiivinen. Harhaanjohtavuuden tunnusmerkistö on edelleen sama, vaikka se täyttyykin pidemmällä ajanjaksolla. Tarkasteltavana ei ole yksi yksittäinen tiedote ja sen julkistamisyhteys, vaan tiedotustapahtumien sarja ja pidemmällä aikavälillä tapahtunut vähittäinen harhaanjohtaminen.²⁷⁶

Finanssivalvonnan standardissa on niin ikään säännöksiä tiedon harhaanjohtavuudesta. Tiedottamisessa ei kokonaisuutena arvioiden saisi antaa sijoittajille harhaanjohtavaa kuvaa esimerkiksi tietojen puutteellisuuden tai tiedotteeseen valittujen painotusten takia. Lisäksi standardissa on todettu esimerkiksi, että mahdollisen harhaanjohtavan tiedon välttämiseksi nimenomaan tulosten perusteisiin ja niiden esittämiseen on syytä kiinnittää erityistä huomiota.²⁷⁷

Yhteenvedonomaaisesti voidaan todeta harhaanjohtavuuden ilmenevän seuraavasti: 1. epäolennaisten seikkojen liiallisena korostamisena, 2. olennaisista seikoista vaikenemisena tai niiden vähätteleminenä, 3. toisen johdattamisena muodostamaan väärän käsityksen tietyn seikan merkityksestä, 4. annetun tiedon moniselitteisyytenä, 5. julkistamiskynnyksen olennaisena muuttamisena, 6. väärän tiedon antamisena, 7. väärän tiedon syntymisen sallimisena olemalla passiivinen ja 8. tiedon peittämisenä vaikeasti havaittavaksi.

²⁷⁶ Huovinen 2004, s. 224 – 229.

²⁷⁷ Finanssivalvonnan standardi kohdat 5.2 (17) ja 5.7 (63).

5. LOPUKSI

Kaikki hyvä loppuu aikanaan. Niin käy vääjäämättä myös tälle tutkielmalle. On tullut aika koota lankoja yhteen ja pohtia, saavutettiinko tutkielmalle asetetut tavoitteet ja saatiinko alussa esitetyille kysymyksille kelvollisia vastauksia. Kirjoittajan suureksi iloksi kaikkiin kolmeen johdantoluvussa esitettyyn suureen kysymykseen saatiin vastaus. Kirjoitusprosessin edetessä perehdyttiin myös moniin muihin aihepiiriin olennaisesti liittyviin ongelmiin, joihin aivan kuin varkain löydettiin ratkaisuja käytetystä lähdemateriaalista. Tässä luvussa esitellään kuitenkin lyhyesti ja ytimekkäästi aivan keskeiset tutkimustulokset.

Ensimmäinen tutkimustehtävä oli selvittää, miksi pörssiyrityksille on asetettu kustannuksia aiheuttava ja resursseja kuluttava tiedonantovelvollisuus. Ratkaisun avaimet löytyivät niinkin yleiseltä tasolta kuin rahoitusteoriasta. Aluksi määriteltiin täydelliset rahoitusmarkkinat, joiden yhdeksi perusedellytykseksi havaittiin informaatiotehokkuus.

Täydellisiä informatiivisesti tehokkaita rahoitusmarkkinoita ei kuitenkaan ole olemassa, sillä rahoitusmarkkinoilla vallitsee aina vähintään jonkinasteinen informaatioepäsymmetria. Tällä tarkoitetaan sitä, että kaikilla markkinatoimijoilla ei ole käytössään jokaisella hetkellä täsmälleen samaa informaatiota. Informaatioepäsymmetriasta saattaa seurata jollekin markkinatoimijalle tiedollinen ylivoima (esimerkiksi sisäpiiritiedon vuoksi), jota hyväksi käyttäen rahoitusmarkkinoilla on mahdollista päästä hyötymään toisen kustannuksella. Informatiivisesti tehottomilla markkinoilla on lisäksi mahdollista päästä saavuttamaan ylisuuria voittoja, sillä arvopaperien hinnat eivät joka hetki heijasta kaikkea arvopaperien arvoon vaikuttavaa informaatiota.

Rahoitusteorian mukaan pyritään siihen, että markkinat olisivat paitsi informatiivisesti tehokkaat myös puolueettomat. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi pörssiyrityksille on asetettu jatkuva tiedonantovelvollisuus. Tehokkailla markkinoilla arvopaperien hinnat

heijastavat parhaalla mahdollisella tavalla joka hetki arvopaperien arvoon vaikuttavan informaation, minkä seurauksena kaupankäynti on turvallista eikä markkinatoimijoiden tarvitse pelätä väärinkäytöksiä tai sitä, että joku toinen osapuoli pääsee perusteettomasti hyötymään heidän kustannuksellaan.

Tutkimuksen keskeisinä tavoitteina oli lisäksi selvittää, millaisista tiedoista yhtiön on tiedotettava ja milloin tiedottamisen on tapahduttava. Vastaukset näihin kysymyksiin olivat todella monisyisiä, ja keskeisten tutkimustulosten ylimalkainenkaan esittäminen tässä tutkielman viimeisessä luvussa on paitsi jokseenkin mahdotonta myös turhaa. Esiin nostetaan kaksi tutkielman kirjoittajan mielestä keskeisintä seikkaa. Muilta osin lukijan on palattava lukuun neljä, tutkisteltava siinä esitettyjä ajatuksia sydämessään sekä koettava tieteellisen ymmärryksen lisääntymiseen liittyvä oivaltamisen tunne.

Siis hyvin kokoavasti: Yhtiön ei toisaalta tarvitse eikä se toisaalta myöskään saa julkistaa kaikkea mahdollista informaatiota. Ainoastaan sellainen tieto on julkistettava, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. ”On omiaan olennaisesti vaikuttamaan” -kriteeri on kaikessa tulkinnanvaraisuudessaan hyvin ongelmallinen. Ongelmalliseksi sen tekee erityisesti se, että yhtiön on kussakin yksittäistapauksessa aina itse tehtävä kyseinen olennaisuusarviointi. Yhtiön on kysyttävä itseltään, miten markkinoilla toimiva järkevä sijoittaja suhtautuisi tietoon tehdessään arvopaperiin ja sen vaihdantaan liittyviä päätöksiä. Tiedon tosiasiallinen jälkikäteen havaittavissa oleva hintavaikutus ei ole ratkaiseva, vaan merkittävää on olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuus.

Olennainen tieto on lähtökohtaisesti aina julkistettava ilman aiheetonta viivytystä. Kun yhtiö miettii julkistamisen ajankohtaa, se on suurten ongelmien edessä. Vastakkain on kaksi eri suuntiin vetävää argumenttia: toisaalta sijoittajien tulee saada käyttöönsä tieto hyvin nopeasti, toisaalta tiedon pitäisi täyttää laatukriteerit eli olla riittävää ja luotettavaa. Joskus tieto ei ole selkeästi jollakin tietyllä hetkellä yhtiön tietoon tullut päätös tai seikka, vaan se voi kehittyä olennaiseksi pikku hiljaa. Tällainen on tyypillisesti esimerkiksi yrityskauppa tai muu yritysjärjestely. Tällöin yhtiön on pohdittava, milloin kysei-

nen hanke on edennyt siihen pisteeseen, että tieto siitä on olennainen. Kun tieto on saavuttanut olennaisuuden asteen, se on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä. Näitä ongelmia varten yhtiöllä on oltava toimiva informaation prosessointikoneisto, jolle on delegoitu tehtävät tiedon tuottamisesta, merkittävyyden arvioinnista ja julkistamisen toteuttamisesta.

Tutkielman alussa asetetut keskeiset kysymykset ovat saaneet vastauksen. Hyvillä mielin voin todeta, että tutkielma on saavuttanut sille asetetut päämäärät. Tutkimusmatkani pörssiyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden maailmaan on siten saanut arvoisensa päätöksen.

LÄHTEET

Alkio, Mikko & Wik, Christian (2009). Kilpailuoikeus. Helsinki: Talentum.

Annola, Vesa (2005a). Internet, sisäpiiritieto, julkistaminen – Onko Internetissä esitetty aineisto menettänyt sisäpiiritiedon luonteensa? Teoksessa Talousoikeuden taitekohtia, s. 9 – 25. Tolonen, Juha & Annola, Vesa & Herler, Brita. Vaasa: Vaasan yliopisto.

Annola, Vesa (2005b). Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Turku: Turun yliopisto.

Annola, Vesa (2011). Markkinahuhu ja arvopaperin emittorija. Lakimies 7-8/2011, s. 1376 – 1392.

Arvopaperi.fi. Markkinahuhu: Nokialta vain yksi Linux-puhelin ensi vuonna.

<http://www.arvopaperi.fi/uutisarkisto/markkinahuhu+nokialta+vain+yksi+linuxpuhelin+ensi+vuonna/a352648?service=mobile&page=5>. Linkki tarkistettu 14.11.2012.

Arvopaperipörssin säännöt. NASDAQ OMX Helsinki. Voimassa 1.7.2012 lukien.

Astola, Tiina (1990). Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus.

Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2006). Principles of Corporate Finance. 8th edition. Boston etc.: McGraw-Hill.

Ekholm, Anders (2002). Essays on Stock Market Reactions to New Information. Hel-

singfors: Svenska handelshögskolan.

Euroclear Finlandin säännöt. Vahvistettu valtionvarainministeriössä 17.8.2012. Voimaantulo 1.9.2012.

Finanssivalvonnan standardi 5.2b. Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus. Annettu 19.10.2004. Voimassa 1.3.2005 lukien toistaiseksi. Muutettu 9.11.2010. Dnro 7/120/2004.

HE 157/1988. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 254/1998. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.

HE 175/2002. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi

HE 137/2004. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 32/2012. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

Helsingin pörssin kurinpitolaikunnan päätös 2/2001.

Helsingin pörssin kurinpitolautekunnan päätös 26.5.2005, Nokia Oyj.

Helsingin pörssin kurinpitolautekunnan päätös 6.6.2006, Stora Enso Oyj.

Hemmo, Mika (2004). Velvoiteoikeuden perusteet. Helsinki: Helsingin yliopisto.

Hollo, Erkki J. (2004). Ympäristöoikeuden perusteet. Helsinki: Helsingin yliopisto.

Hoppu, Kari (2004). Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa: WSOY.

Huovinen, Sakari (2004). Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Jyväskylä: Suomalainen lakimiesyhdistys.

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

Häyrynen, Janne (2006a). Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Vammala: Suomalainen lakimiesyhdistys.

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

Häyrynen, Janne (2006b). Väärinkäytössääntelyn haasteet arvopaperimarkkinoilla. Lakimies 4/2006, s. 628-633.

Häyrynen, Janne & Virtanen, Marjatta (2007). Pörssiyhtiön tulevaisuuden ennusteiden

merkitys tulosvaroituksen kannalta. Defensor Legis 1/2007, s. 70 – 77.

Häyrynen, Janne (2009). Pörssiväärinkäytökset. Hämeenlinna: Lakimiesliiton Kustannus.

Itviikko.fi. Markkinahuhu petaa Windows-tabletia Nokialle.

<http://www.itviikko.fi/uutiset/2012/03/12/markkinahuhu-petaa-windows-tabletia-nokialle/201225081/7?rss=8>. Linkki tarkistettu 14.11.2012.

Jareborg, Nils (2001). Allmän kriminalrätt. Uppsala: Iustus.

Karjalainen, Jarkko & Laurila, Olli & Parkkonen, Jarmo (2008). Arvopaperimarkkinalaki. 4. painos. Helsinki: Talentum.

Kauppalehti.fi 8.6.2012. Markkinahuhu: Samsung aikoo ostaa Nokian.

<http://www.kauppalehti.fi/etusivu/markkinahuhu+samsung+aikoo+ostaa+nokian/201206191307>. Linkki tarkistettu 14.11.2012.

Kauppalehti.fi 3.10.2012. Markkinahuhu: Nokia valmistaa Microsoftin puhelimet.

http://www.kauppalehti.fi/etusivu/markkinahuhu+nokia+valmistaa+microsoftin+puhelimet/201210276349?request_ahaa_info=true. Linkki tarkistettu 14.11.2012.

Kavonius, Petter (2004). Oikeusperiaatteet ja vakavasti otetut oikeudet. Lakimies 1/2004, s. 95 – 98.

KM 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit. Arvopaperikaupparegistraation I osamietintö.

KM 1991:48. Yhdentävä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö.

Knuts, Mårten (2011). Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki: Talentum.

Korva, Mika (2004). Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena. Defensor Legis 3/2004, s. 432 – 454.

Koskinen, Pekka (2001). Johdatus rikosoikeuteen. Helsinki: Helsingin yliopisto.

Koskinen, Pekka (2009). Rikosoikeuden yleiset opit ja rikosvastuun perusteet. Teoksessa Rikosoikeus, 3. painos, s. 13 – 13. Teoksen kirjoittajat: Lappi-Seppälä, Tapio & Hakamies, Kaarlo & Koskinen, Pekka & Majanen, Martti & Melander, Sakari & Nuotio, Kimmo & Nuutila, Ari-Matti & Ojala, Timo & Rautio, Ilkka. Juva: WSOYpro.

Kurenmaa, Tero (2003). Sisäpiiritiedon väärinkäyttö. Jyväskylä: Suomalainen lakimiesyhdistys.

Kurenmaa, Tero (2004). Sisäpiiritiedon haasteet. Lakimies 1/2004, s. 105 – 108.

Kågerman, Pontus (2001). Värdepappersmarknadens regelsystem. Lagreglering, självreglering och etik. Stockholm: Norstedts Juridik AB.

Lappi-Seppälä, Tapio & Nuutila, Ari-Matti & Ojala, Timo (2009). Liikenne rikokset. Teoksessa Rikosoikeus, 3. painos, s. 13 – 13. Teoksen kirjoittajat: Lappi-Seppälä, Tapio & Hakamies, Kaarlo & Koskinen, Pekka & Majanen, Martti & Melander, Sakari & Nuotio, Kimmo & Nuutila, Ari-Matti & Ojala, Timo & Rautio, Ilkka. Juva: WSOYpro.

Lauriala, Jari (2001). *Kontrolli, riski ja informaatio*. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus.

Lauriala, Jari (2008). *Rahoitusstrategia – modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. Helsinki: WSOY.

Leppiniemi, Jarmo (2002). *Pörssikurssi*. Helsinki: WSOY.

Leppiniemi, Jarmo (2009). *Rahoitus*. 5. painos. Helsinki: WSOY.

Market Abuse Directive, Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. CESR/09-219.

Martikainen, Teppo & Martikainen, Minna (2009). *Rahoituksen perusteet*. 7. painos. Helsinki: WSOY.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo (2006). *Osakeyhtiö I. Yleiset opit*. Porvoo: Sanoma Pro.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo (2010). *Osakeyhtiö III. Corporate Governance*. 2. painos. Juva: Sanoma Pro.

Määttä, Kari (2006). *Oikeustaloustieteen perusteet*. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi (2007). *Yritysrahoitus*. 5. painos. Helsinki: Edita

Publishing Oy.

Nordic Financial Market Law (2003). Copenhagen: DJØF Publishing.

Nuutila, Ari-Matti (1997). Rikoslain yleinen osa. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus.

Rahoitustarkastuksen päätös 2/230/2005 (24.5.2005), Nokia Oyj.

Ross, Stephen A. & Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey (1996). Corporate Finance. 4th edition. Chicago etc.: Irwin.

Ruoho, Kati (2001). Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. Teoksessa Arvopaperimarkkinat, s. 115 – 147. Nuutila, Ari-Matti & Saarnilehto, Ari. Turku: Turun yliopisto.

Rudanko, Matti (1998). Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus.

Samuelsson, Per (1991). Information och ansvar. Om börsbolagens ansvar för bristfällig informationsgivning på aktiemarknaden. Göteborg: Norstedts Juristförlag.

Segerman, Mari (2001). Vastuun kohdentaminen arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen osalta – erityisesti listautumisantien yhteydessä. Teoksessa Arvopaperimarkkinat, s. 237 – 257. Nuutila, Ari-Matti & Saarnilehto, Ari. Turku: Turun yliopisto.

Seppänen, Janne (2001). Tulevaisuudennäkymistä kertominen. Teoksessa Arvopaperimarkkinat, s. 73-91. Nuutila, Ari-Matti & Saarnilehto, Ari. Turku: Turun yliopisto.

Siltala, Raimo (2001). Johdatus oikeusteoriaan. Helsinki: Helsingin yliopisto.

Sisäpiiriohje NASDAQ OMX Helsinki. Voimassa 9.10.2009 lukien.

Ståhlberg, Kaarina (2000). Sisäpiirisäätely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta. Muutamia käytännön havaintoja. Defensor Legis 5/2000, s. 731 – 747.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi. Corporate Governance 2010. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 15.6.2010.

Thorstensson, Michael (2001). Den svenska insiderregleringen ur en finansiell synvinkel. Juridisk tidskrift 2000-2001 nr 3, s. 573 – 604.

Tuori, Kaarlo (2000). Kriittinen oikeuspositivismi. Vantaa: WSOY.

Tuori, Kaarlo (2007). Oikeuden ratio ja voluntas. Helsinki: WSOY.

Wirén, Ari (2006). Siviilioikeuden yleiset oikeusperiaatteet – traditiosta traditioon vai tratiosta pois? Oikeus 35/2006, s. 381 – 394.

Yhtenäiset tiedottamissäännöt. NASDAQ OMX Helsinki. 1.9.2011.