

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
TALOUSOIKEUDEN LAITOS

Elisa Hakala

ESITE SIJOITTAJAVIESTINNÄN VÄLINEENÄ

Talousoikeuden
pro gradu -tutkielma

VAASA 2008

SISÄLLYSLUETTELO	sivu
LYHENNELUETTELO	5
TIIVISTELMÄ	7
1. JOHDANTO	9
1.1 Tutkimuskohteen kuvaus	9
1.2 Tutkimustehtävä	12
1.3 Tutkimuksen rakenne	13
1.4 Tutkimuksen lähdeaineisto	15
2. ARVOPAPERIOIKEUDESTA ESITEOIKEUTEEN	17
2.1 Sijoittajaviestintä muuttuvilla arvopaperimarkkinoilla	17
2.2 Arvopaperimarkkinalaki sijoittajan turvana	20
2.3 Yhtiön viestinnälliset velvoitteet ja esitesääntely	23
2.3.1 Esitteen muoto	26
2.3.2 Esitteen kieli	29
2.3.3 Esitteen hyväksyminen ja julkistaminen	30
2.4 Sijoittajaviestinnällisten velvoitteiden valvonta	32
3. ESITE OSANA SIJOITTAJAVIESTINTÄÄ	34
3.1 Sijoittajaviestinnän tavoitteista	34
3.2 Hyvin hoidetun sijoittajaviestinnän hyödyt yhtiölle	37
3.3 Arvopaperien tarjoaminen ja listaaminen	39
3.3.1 Europassi	41

3.3.2 Kansallinen esite	42
3.4 Esitteen laatimisessa tarvitaan viestinnän näkökulmaa	42
3.5 Sijoittajaviestinnän kohderyhmät	44
4. TIEDOTUSVELVOLLISUUS LÄHTÖKOHTANA	
SIJOITTAJAVIESTINNÄLLE	49
4.1 Tiedon merkitys arvopaperimarkkinoilla	49
4.2 Tiedonantovelvollisuus arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä	51
4.3. Esitteen sisältövaatimukset	52
4.3.1 Esitteen riittävät tiedot	56
4.3.2 Esitteessä olevan tiedon olennaisuus	58
4.3.3 Esitteen tiedon laatu	61
4.4 Sijoittajan huolellisuus	63
5. ESITTEEN SIJOITTAJAVIESTINNÄLLISET	
MARKKINOINTIMAHDOLLISUUDET	66
5.1 Markkinoinnin suhde tiedonantovelvollisuuteen	66
5.2 Esitettä koskeva markkinointisäännös	67
5.2.1 Totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto	70
5.2.2 Hyvän tavan vastainen tai muuten sopimaton menettely	72
5.3 Liikkeeseenlaskun markkinointivaihe	73
5.4 Esitteen markkinoinnillinen luonne	74
6. JOHTOPÄÄTÖKSET	77
LÄHTEET	81

LYHENNELUETTELO

AML	arvopaperimarkkinalaki 495/1989
CESR	The Committee of European Securities Regulators
esitedirektiivi	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
HE	hallituksen esitys eduskunnalle
Helsingin pörssi	Helsingin Pörssi Oy
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IR	investor relations
KM	komitean mietintö
komission esiteasetus	Komission asetus (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta
Rata	Rahoitustarkastus
VM	valtiovarainministeriö
VM:n esiteasetus	valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitettusta esitteestä 452/2005

VAASAN YLIOPISTO**Kauppateellinen tiedekunta**

Tekijä:	Elisa Hakala	
Tutkielman nimi:	Esite sijoittajaviestinnän välineenä	
Ohjaaja:	Vesa Annola	
Tutkinto:	Kauppateiden maisteri	
Laitos:	Talousoikeuden laitos	
Oppiaine:	Talousoikeus	
Aloitusvuosi:	2003	
Valmistumisvuosi:	2008	Sivumäärä: 87

TIIVISTELMÄ

Tutkimuksen aiheena on yhtiön arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä julkistaman esitteen merkitys sijoittajaviestinnän välineenä. Esitteentekovelvollisuus koskee yhtiöitä, jotka tarjoavat arvopapereita yleisölle tai hakevat arvopapereita julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Esitteessä tulee esittää riittävästi olennaista tietoa sijoittajan päätöksenteon tueksi. Esitteen tarkoitus on siis antaa sijoittajalle mahdollisuus perustellun arvion tekemiseen liikkeeseenlaskijasta eli yhtiöstä ja sen liikkeeseenlaskemista arvopapereista. Arvopaperimarkkinoilla tiedottaminen ja esitteen laatiminen perustuvat lakiin, joka muodostaa pohjan myös sijoittajaviestinnän tehtäväkentälle. Tiedonantoon liittyen lainsäädäntö jättää kuitenkin paljon harkintavaltaa yhtiölle itselleen. Lainsäädännön ja sijoittajaviestinnän tavoitteena on sijoittajien luottamuksen saavuttaminen sekä markkinoita, että siellä toimivia yhtiöitä kohtaan. Mikäli yhtiöt tahtovat saavuttaa sijoittajien luottamuksen, tiedottamisen ja sijoittajaviestinnän suunnittelu ja toteutus on hoidettava huolella. Tutkimuksessa tarkastellaan esitteen välittämää viestiä sijoittajalle. Tarkoituksena on selvittää esitteeseen liittyviä lainsäädännöllisiä velvollisuuksia ja mahdollisuuksia sekä liikkeeseenlaskijan, että sijoittajan näkökulmasta.

AVAINSANAT: arvopaperimarkkinat, tiedonantovelvollisuus, esite, sijoittajaviestintä

1. JOHDANTO

1.1 Tutkimuskohteen kuvaus

Uusien säästämis- ja sijoitusmuotojen hyödyntäminen on lisännyt sijoittajien tiedontarvetta. Sijoituspäätökseen tarpeellisen informaation löytäminen on helpottunut viimeisten vuosien aikana tiedotusvälineiden ja internetin ansiosta, joka on taas puolestaan tuonut toisenlaisia ongelmia mukanaan.¹ Saatavilla olevan informaation määrä on kasvanut niin suureksi, että sijoituspäätöstä pohdittaessa on tästä valtavasta tiedon määrästä jopa vaikea poimia sijoituspäätökseen vaikuttavia olennaisia seikkoja.

Arvopaperimarkkinoilla liikkuvan tiedon määrään ja laatuun pyritään vaikuttamaan lainsäädännön keinoin. Arvopaperimarkkinalaki (AML 495/1989) sisältää säännöksiä liittyen yhtiön velvollisuuteen tiedottaa sitä koskevista asioista. Myös AML on ollut suurien muutospaineiden alla viime vuosikymmenien aikana. Muutospaineita ovat aiheuttaneet niin rahoitusmarkkinoiden rakennemuutos kuin myös markkinoiden kansainvälistyminen, sillä rahoitusta hankitaan yhä useammin myös Suomen rajojen ulkopuolelta. Lain alkuperäisenä tavoitteena on kuitenkin edelleen saavuttaa tehokkaat ja toimivat markkinat, mikä edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoihin. Sijoittajien olemassaolo takaa markkinoiden olemassaolon ja sijoittajien toiminta puolestaan perustuu markkinoilla liikkuvaan tietoon.

¹ Kallunki - Martikainen - Niemelä 2007, s. 15–20.

Arvopaperioikeuden peruslähtökohtana voidaankin pitää tiedon sääntelyä.² Arvopaperimarkkinoilla liikkuvaan tietoon, yrityksen viestintään ja tiedottamiseen liittyen AML:n tärkein kohta on luku 2, jossa käsitellään arvopaperien markkinointia, yhtiön tiedonantovelvollisuutta sekä yhtiön velvollisuutta laatia ja julkistaa esite.

Esite on tärkein arvopaperitarjousta koskeva juridinen dokumentti.³ AML:n mukaan yhtiön on julkistettava esite tilanteissa, joissa se tarjoaa yleisölle arvopapereita tai hakee arvopapereita julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Esitteen tarkoitus on antaa sijoittajalle mahdollisuus perustellun arvion tekemiseen arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta arvopaperien liikkeeseenlaskun eli tarjoamisen tai listalleottamisen yhteydessä. Esitettä voidaan tästä syystä pitää yhtiön ns. käyntikorttina.

Yhtiöiden tarvitessa rahoitusta ja liikkeeseenlaskua suunniteltaessa sen on saatava sijoittajat kiinnostumaan. Yhtiöiden tulisi selvittää, miten sijoittajien huomio herätetään sekä miten heidän kiinnostuksensa ja luottamuksensa jatkossa varmistetaan. Tästä syystä tärkeää olisi selvittää millaisiin kohteisiin sijoittaja on halukas varansa laittamaan. Esitettä laadittaessa yhtiöiden tulisi pohtia mitä tietoja yrityksen tulisi itsestään antaa ja miten nämä tiedot tulisi ilmaista, jotta sijoittaja saataisiin kiinnostumaan yhtiöstä sijoitusmielessä. Esitteiden laatiminen koetaan kuitenkin edelleen vain lain sanelemaksi velvollisuudeksi, eikä sen mahdollista merkitystä sijoittajien positiivisen mielenkiinnon herättävänä välineenä ole ymmärretty.

² Hoppu 2004, s. 32–34.

³ Jokela 2005, s. 32.

Tiedon lisääntymisen ja rahoitusmarkkinoiden muutoksen myötä esiin on noussut uusi ammattiryhmä, jonka ammattitaidolle on tällä hetkellä erittäin kova kysyntä. Tämä ryhmä hallitsee viestinnän yhtiöiden ja sijoittajien välillä. Tästä syystä alan nimeksi on muotoutunut sijoittajaviestintä. Sijoittajaviestintä on kehittynyt omaksi alakseen vasta 1990-luvulla, kun yritykset alkoivat systematisoida viestintäänsä ja perustaa yhtiöihin erillisiä viestintä- sekä sijoittajaviestintäosastoja.⁴ Sijoittajaviestinnän käytännön tavoite lisätä sijoittajien luottamusta sijoituskohteeseen, yhtyy AML:n tavoitteeseen sijoittajien luottamuksen saavuttamisesta. Tiedotusvelvollisuus ja esitteen laatiminen perustuu lakiin ja niitä koskevan normiston soveltaminen luokin perustan sijoittajaviestinnän ammattilaisen työkentälle⁵.

Arvopaperimarkkinoiden tulisi houkutella sijoitusympäristönä monenlaisia sijoittajia. Arvopapereista sijoitusmuotona olisi saatava innostumaan niin yhtiöt kuin yksityiset kotitaloudetkin. Sijoittajaviestintä näyttelee tämän päivän sijoituselämässä suurta roolia yritysten kilpaillessa uusista varakkaista sijoittajista, joten on myös tärkeää huomioida sijoittajaviestinnän luomat mahdollisuudet esitettä laadittaessa. Esitteen rooli sijoittajaviestinnän alalla on hieman toissijainen muihin tiedonannon välineisiin verrattuna. Esitettä ei toistaiseksi lueta sijoittajaviestinnän perinteisiin eikä tärkeimpiin välineisiin.

⁴ Mars ym. 2000, s. 9–15.

⁵ Mars ym. 2000, s. 29.

1.2 Tutkimustehtävä

Tutkimuksessa tutkitaan arvopaperien tarjoamisen ja listaamisen yhteydessä julkaistavan esitteen merkitystä sijoittajaviestinnän välineenä. Laki sisältää säännökset esitteen yleisestä laatimisvelvollisuudesta ja julkistamisesta. Lisäksi esitteen ulkomuodosta ja sisällöstä on lailla määrätty. Lainsäädännössä ei kuitenkaan anneta yksiselitteisiä ja tarkkoja määräyksiä, vaan se jättää harkintavaltaa myös esitteen laatijalle. Tutkimuksessa tarkastellaan, minkälaisia velvollisuuksia lainsäädäntö asettaa, mutta myös toisaalta minkälaisia mahdollisuuksia se jättää esitteen laatimiseen. Lainsäädännöllisiä mahdollisuuksia etsitään esitettä koskevien normien lisäksi arvopaperimarkkinalain markkinointi- ja tiedonantovelvollisuutta koskevista normeista.

Tutkimuksen kohteena on yrityksen arvopaperien liikkeeseenlaskuun liittyvän esitteen antama viesti sijoittajalle. Yhtiöiden kannattaisi pohtia esitteen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntämistä yhtiöiden etsiessä sijoittajia ja myös kilpaillessaan sijoittajista toisten yhtiöiden kanssa. Esitteen laatiminen olisi hyvä nähdä velvollisuuden sijaan myös yhtiön mahdollisuutena. Tutkimus etsii esitteeseen liittyviä mahdollisuuksia lainsäädännöstä, huomioiden sekä liikkeeseenlaskijan eli viestijän että sijoittajan eli viestin vastaanottajan näkökulman. Sijoittajan näkökulmaa tarkasteltaessa on tutkimuksessa hyödynnetty myös erilaisia sijoittajatutkimuksia ja -kyselyjä, joiden avulla on selvitetty sijoittajien kiinnostuksen kohteita ja mielipiteitä sekä arvopaperimarkkinoita että sijoittamista kohtaan. Sijoittajan näkökulmasta puhuttaessa tarkoitetaan koko tätä joukkoa; ammattisijoittajista amatöörisijoittajiin sekä yrityksistä tavallisiin kuluttajiin.

Tutkimuksessa keskitytään vain Suomessa tapahtuvaan tiedottamiseen ja esitteen laatimiseen, joten tarkastelu rajoittuu kotimaiseen oikeuteen. Tutkimuksessa huomioidaan kuitenkin Euroopan unionin (EU) esitedirektiivin mukanaan tuomat esitteen kansainväliset mahdollisuudet kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla, etenkin Euroopan talousalueella (ETA). Esitedirektiivin muutokset huomioidaan tutkimuksen edetessä, mutta yksityiskohtainen tarkastelu jää tutkimuksen ulkopuolelle. Tutkimuksen ulkopuolelle on jätetty myös tiedonantovelvollisuuden ja esitteentekovelvollisuuden laiminlyönnin seuraus- ja vastuukysymykset. Tutkimuksessa tarkastellaan esitteitä koskevan sääntelyn monimuotoisuutta ja pohditaan sen pohjalta esitteenteon sijoittaviestinnällistä merkitystä.

1.3 Tutkimuksen rakenne

Johdanto-osuuden jälkeen tutkimuksen toisessa luvussa käsitellään esitteen suhdetta lainsäädäntöön ja asetetaan esiteoikeus osaksi arvopaperioikeutta. Luvun alussa pohditaan sijoittajaviestinnän roolia muuttuvilla arvopaperimarkkinoilla ja perehdytään arvopaperimarkkinoita ohjaavaan arvopaperimarkkina- lainsäädäntöön. Normiston tarkastelussa on huomio kiinnitetty sen sijoittajansuojaa parantavaan vaikutukseen. Luvun lopussa otetaan tarkasteluun esitteeseen liittyvä sääntely ja käsitellään myös sijoittajaviestinnällisten velvoitteiden valvontaa. Luvun tarkoituksena on luoda pohja tutkimuksen esiteoikeudelliselle tarkastelulle.

Tutkimuksen luvussa kolme asetetaan esitteentekovelvollisuus osaksi sijoittajaviestinnän tehtäväkenttää ja käsitellään esitteen laatimista viestinnällisestä näkökulmasta. Luvussa otetaan huomioon sijoittajaviestinnälliset tavoitteet ja pohditaan myös sijoittajien tarpeita ja mieltymyksiä esitettä laadittaessa.

Neljännessä luvussa käsitellään esitteen ja yleisen tiedonantovelvoitteen suhdetta. Luku aloitetaan perehtymällä tämän päivän tiedon määrään ja sen vaikutuksiin arvopaperimarkkinoilla. Luvussa pohditaan tiedonantovelvoitetta koskevien säännösten valossa esitteessä vaadittavan tietomäärän merkityksiä sekä liikkeenlaskijalle että sijoittajalle. Pohdinnan erityinen huomio on kiinnitetty siihen seikkaan, miten yhtiöt voisivat kertoa hyvin sen tiedon, mitä heidän velvollisuutenaan on kertoa.

Viidennessä luvussa jatketaan esitteessä vaadittavaan tietoon liittyvää pohdintaa markkinoinnin näkökulmasta. Luvun tarkoituksena on perehtyä esitteentekovelvollisuuden liittyvän markkinointisäännöksen sisältöön ja pohtia sitä, voidaanko yhtiötä tai sitä koskevaa tietoa markkinoida, kun kyse on esitteestä ja sijoittajaviestinnästä. Tarkastelun kohteena on esitteen mahdollinen markkinoinnillinen voima.

Tutkimuksen viimeisessä eli kuudennessa luvussa kerätään yhteen aiemmin käsitellyt esitettä koskevat velvollisuudet ja mahdollisuudet sekä luodaan katsaus esitteenteon ja sijoittajaviestinnän tulevaisuuteen.

1.4 Tutkimuksen lähdeaineisto

Esitettä koskevat säännökset ovat muuttaneet muotoaan arvopaperimarkkinoihin kohdistuneiden muutospaineiden myötä. Suomessa saatettiin voimaan vuonna 2005 EU:n asettama esitedirektiivi⁶, jonka myötä esitteiden sisältövaatimukset yhdenmukaistettiin ja täten helpotettiin arvopaperien tarjoamista ja listaamista yli EU-maiden rajojen⁷. Muutoksista huolimatta esitteeseen liittyvä sääntely on edelleenkin suhteellisen hajanaista. Arvopaperimarkkinalain säännöksiä arvopaperiesitteen laatimisesta täydentää joukko viranomaisten asetuksia ja määräyksiä. Uudistunut laki ei edelleenkään sisällä tyhjentävää luetteloa esitteen sisällöstä, joten tarjouksen laatijan on itse arvioitava mitkä tiedot ovat sijoittajan kannalta tarpeellisia.⁸ Tästä syystä esitettä laadittaessa tulisi huomioida esitteen ja sitä koskevan lainsäädännön tarjoamat mahdollisuudet, eikä vain huolehtia lain asettamien velvollisuuksien täyttämistä.

Tutkimuksen lähteenä on käytetty voimassaolevaa kansallista lainsäädäntöä ja sen valmisteluasiakirjoja sekä esitteitä koskevaa ja Suomea suoraan velvoittavaa EU:n lainsäädäntöä. Keskeisin laki on arvopaperimarkkinalaki (495/1989). Lähdeaineistona on käytetty myös arvopaperimarkkinoiden viranomais- ja itsesääntelymateriaalia sekä oikeuskäytäntöä. Tutkimuksessa on hyödynnetty sekä arvopaperimarkkinoikeudellista tutkimusta että arvopaperimarkkinoita koskevaa oikeuskirjalli-

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

⁷ Rahoitustarkastuksen laatima Tietopaketti Esitedirektiivin mukaisesta esitteestä (8.8.2005), s 2.

⁸ Jokela 2005, s. 32.

suutta ja taloustieteellisiä julkaisuja. Tutkimuksessa on käytetty hyväksi myös erilaisia sijoittaja- ja säästämistutkimuksia.

Kirjallisuus käsittää arvopaperimarkkinoita koskevan kirjallisuuden lisäksi teoksia esitteeseen liittyen tiedottamisen, markkinoinnin ja sijoittajaviestinnän alalta. Aihealueeseen liittyvä kotimainen kirjallisuus on melko vähäistä, vaikkakin tutkimusta ja kirjoitustyötä aihealueen puitteissa tehdään yhä enemmän. Syy on osaksi siinä, että arvopaperioikeus on hyvin nuori oikeudenala ja jatkuvasti muokkautumassa. Tästä syystä aiheeseen liittyvä kirjallisuus vanhentuu nopeasti.

2. ARVOPAPERIOIKEUDESTA ESITEOIKEUTEEN

2.1 Sijoittajaviestintä muuttuvilla arvopaperimarkkinoilla

Rahoitusmarkkinat jaetaan pääoma- ja rahamarkkinoihin, joilta yritykset ja muut yhteisöt hankkivat rahoitusta. Pääomamarkkinoilta saatu rahoitus on pitkäkestoisempaa (yli 1v.) kuin rahamarkkinoiden (alle 1v.) tarjoama rahoitus. Arvopaperimarkkinat ovat puolestaan osa rahoitusmarkkinoita siltä osin kuin rahoituksen hankkiminen tapahtuu vaihdantakelpoisilla arvopapereilla.⁹ Arvopaperimarkkinat ohjaavat pääomavirtoja, hajauttavat riskejä ja helpottavat yhtiöiden tarkkailua. Kokonaisuudessaan arvopaperimarkkinat hyödyttävät koko yhteiskuntaa kasvattamalla sen kokonaisvarallisuutta.¹⁰ Jotta varallisuuden kasvattaminen olisi mahdollista, on pääomaa kaipaaville yhtiöille löydettävä tahoja, joilla on halu sijoittaa varojaan yhtiöihin. Markkinoiden tarkoitus on siis saattaa yhteen rahoitusta hakeva yhtiö ja sijoittaja. Tämän tehtävän toteuttamisen apuvälineenä toimii sijoittajaviestintä, jonka avulla yhtiöt ja sijoittajat löytävät toisensa.

Arvopaperimarkkinoiden tavoitteena on olla toimiva markkinapaikka. Elinehtona arvopaperimarkkinoiden olemassa ololle ovat markkinoihin uskovat sijoittajat. Tärkein tavoite onkin, että markkinat olisivat luotettavat, mikä puolestaan edellyttää markkinoiden puolueettomuutta ja tehokkuutta. Puolueettomuus tarkoittaa, että kaikilla osapuolilla on yhtäläinen oikeus toimia markkinoilla, samankaltaiset mahdollisuudet hyödyntää arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia

⁹ Hoppu 2004, s. 22–24.

¹⁰ KM 1987: 44, s. 30–31; Timonen 1997, s. 186; Huovinen 2004, s. 3.

tietoja ja että kellekään yksittäisellä taholla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen. Markkinoiden tehokkuudella puolestaan tarkoitetaan, että kaikella arvopaperimarkkinoilla liikkuvalla tiedolla on vaikutuksia arvopaperien hintoihin.¹¹ Luotettavien markkinoiden saavuttamisen edellytyksenä on luotettava tiedottaminen. Yhtiön esitteentekovelvollisuudella voidaan todeta olevan markkinoiden luotettavuutta lisäävä vaikutus, sillä esitteen laatiminen ja julkistaminen lisää puolueettomuutta markkinoiden toimijoiden välillä. Arvopaperia ja yhtiötä koskevien tärkeiden tietojen julkistaminen ennen varsinaista sijoittamistapahtumaa, antaa kaikille markkinaosapuolille yhtäläiset mahdollisuudet toimia markkinoilla, tutustua arvopapereita tarjoavaan yhtiöön ja myös hyödyntää arvopapereita.

Suomen rahoitusmarkkinat ja etenkin arvopaperimarkkinat ovat olleet suuren muutoksen alla viime vuosikymmenen aikana. Markkinat ovat kasvaneet vauhdilla ja sijoitusaktiivisuus sen sisällä ja ulkopuolella on lisääntynyt. Yritykset järjestävät rahoituksensa yhä useammin yleisörahoituksen kautta ja luottolaitosten hyödyntäminen varainhankinnassa on vähentynyt. Tämän suuntaiselle kehitykselle lisävoimaa on antanut myös se, että yritysrahoituskanavana toimimisen lisäksi arvopaperimarkkinat ovat nostattaneet suosiotaan myös kotitalouksien säästämis-kanavana. Tämä on puolestaan seurausta kotitalouksien varallisuuden ja riskintotalukkuuden kasvusta.¹² Sijoittajaviestintää on siis aikaisempaa enemmän pitänyt kohdistaa myös yksityissijoittajille. Tämä on lisännyt sijoittajaviestinnällisiä haasteita, sillä yksityissijoittajat ovat epäyhtenäinen ja vaikeammin tavoitettava

¹¹ HE 157/1998, s. 3.

¹² Häyrynen 2006, s. 13.

kohderyhmä.¹³ Tästä syystä on myös tärkeää, että arvopapereita liikkeeseenlaskevan yhtiön tulee julkistaa esite. Esitteen julkistamisella pyritään saamaan sijoittajaviestinnän kohderyhmät tasavertaisempaan asemaan, niiden käytettävissä olevan tietomäärän suhteen.

Arvopaperimarkkinat ovat kokeneet myös muutospaineita kaupan alan ja markkinoiden globalisoitumisen ja kansainvälistymisen myötä. Kansainvälisen kilpailukyvyyn tavoite on säilynyt muutoksista huolimatta yhtenä perustavoitteista. Etenkin EU:hun liittymisen myötä arvopaperimarkkinoiden on täytynyt näyttää toimivansa joustavasti. Euroopan parlamentti ja neuvosto ovat antaneet arvopaperimarkkinoita koskevia direktiivejä, jotka ovat laajentaneet Suomen lain niin kansainvälistä kuin kansallistakin soveltamisalaa. Tämä on osaltaan vaikuttanut myös sijoittajaviestinnän tehtäväkenttään, sillä sijoitusvaihtoehtojen lisääntyessä, kilpailu sijoittajista on entistä kovempaa. Yhtiöiden on pyrittävä erottumaan muista kilpailijoista sekä houkuttelemaan sijoittajia kiinnostavana ja kannattavana sijoituskohteena.¹⁴

Viime vuosien aikana arvopaperimarkkinoihin on kohdistunut myös paljon kritiikkiä markkinoilla lisääntyvien kurssiheilahtelujen takia. Kurssiheilahtelut puolestaan johtuvat maailmantalouden epävarmuuden kasvusta. Etenkin suomalaiset sijoittajat ovat epäluuloisia maailmantalouden vakauden suhteen, vaikka luottavatkin oman maansa talouteen¹⁵. Epävarmuutta ovat kasvattaneet myös erilaisten väärinkäytösten yleistyminen markkinoilla. Kyseiset epävarmuustekijät ovat vä-

¹³ Mars ym. 2000, s. 208.

¹⁴ Mars ym. 2000, s. 202.

¹⁵ Mustonen 2007, s. 26.

hentäneet yhtiöiden kiinnostusta laskea liikkeelle osakkeitaan ja puolestaan sijoittajat ovat muuttuneet entistä varovaisemmiksi. Markkinoiden tulevaisuuden kannalta onkin entistä tärkeämpää, että markkinoiden toimijat uskovat markkinoiden luotettavuuteen ja toimintatapojen rehellisyyteen sekä mieltävät markkinat turvalisena sijoituskohteena.¹⁶

Yksittäisiä yhtiöitä koskevat tiedot tai tapahtumat, kuten myös kaikenlainen tieto maailmanmarkkinoilla vaikuttavat sijoittajien käyttäytymiseen. Yhtiöön liittyvän oleellisen tiedon julkitusolanteissa koetellaan yhtiön tiedonannollista ja viestinnällistä osaamista, etenkin jos tieto on omiaan vaikuttamaan negatiivisesti yhtiön toimintaan. Siksi ei voida liiaksi korostaa tiedottamisen ja sijoittajaviestinnän merkitystä, sillä luottamusta herättävä toiminta voi kriisitilanteessa nopeastikin palauttaa kurssit takaisin omalle tasolleen ja korjata yhtiön tai markkinoiden tilanteen¹⁷.

2.2 Arvopaperimarkkinalaki sijoittajan turvana

Arvopaperimarkkinalaki ohjaa kaikkea arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa toimintaa. Lain sisältämät normit muodostavat pohjan ja lähtökohdan arvopaperimarkkinoilla esiin tulevien kysymysten ratkaisuun. Lakia täydentävät erilaiset säännökset, viranomaismääräykset ja itsesääntelynormit. Yritysten mahdollisuutta hankkia oman ja vieraan pääoman rahoitusta voidaan turvata arvopaperimarkki-

¹⁶ Häyrynen 2006, s. 1.

¹⁷ Mars ym. 2000, s. 173.

noiden sääntelyn ja valvonnan avulla¹⁸. Erityisesti viimeisen kymmenen vuoden aikana tavallisten kotitalouksien kiinnostuksen herääminen osakemarkkinoita kohtaan on lisännyt lainsäätäjän tarvetta kiinnittää entistä enemmän huomiota markkinoiden puolueettomuuteen ja luotettavuuteen.

Jotta arvopaperimarkkinat toimisivat tehokkaasti, sijoittajat luottaisivat niiden toimintaan ja rahavarat saataisiin liikkeeseen, on markkinoiden normittaminen hoidettava huolella. Markkinoiden osapuolien, kuten liikkeellelaskijoiden ja sijoittajien toimintaympäristössä tulisi olla yhteiset ja selkeät säännöt. Arvopaperilainsäädännön alkuperäisenä tavoitteenahan on ollut luoda perusnormisto tehokkaan toiminnan turvaamiseksi ja sijoittajansuojan lisäämiseksi Suomessa¹⁹. AML:n tavoite luoda toimivat arvopaperimarkkinat sisältää mainitut tavoitteet arvopaperimarkkinoiden tehokkuudesta, kansainvälisestä kilpailukyvyistä ja markkinoita kohtaan tunnetusta luottamuksesta. Lain tarkoituksena on siis luoda kehys, jonka tukemana markkinat pystyvät toimimaan ja saavuttavat niille asetetut tavoitteet.

AML:n kehysvertauksella viitataan arvopaperimarkkinoiden luonteeseen itseorganisoituvana ympäristönä. Arvopaperimarkkinat ovat osaksi valtiovallan säätelemää, mutta suurin osa siellä tapahtuvasta toiminnasta on tahdonvaraista kaupankäyntiä. Juuri tahdonvaraisuuden takia AML:a ei monessa tapauksessa pystytä sääntelemään tarkasti ja yksityiskohtaisesti. Tästä syystä lakia tulkittaessa joudutaan usein apua hakemaan periaatteista.²⁰

¹⁸ Häyrynen-Kurenmaa 2006, s. 5.

¹⁹ Jokela 2005, s. 13.

²⁰ Huovinen 2004, s. 5.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntöä on jouduttu muokkaamaan useaan otteeseen vajaan 20 vuoden sisällä. Kansainvälistymisen mukanaan tuomien uusien vaatimusten esim. EU:n direktiivien voimaansaattaminen ja joustavuuden säilyttäminen markkinoilla ovat johtaneet lain kehittämiseen ja muokkaamiseen. Markkinoiden laajentuminen on edelleen lisännyt kiinnostusta tiedonantoon liittyvään normiston toimivuutta ja ajantasaisuutta kohtaan uudistuvilla markkinoilla. Lain ja arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta tärkein tekijä on sijoittajien luottamus markkinoihin²¹. Ilman sijoittajia ei ole markkinoita, joten lain keskeisimpänä kohtana voidaan edelleen pitää markkinaosapuolten ja markkinapaikkojen tiedonantovelvollisuutta koskevia normeja.

AML:n soveltamisala on varsin laaja, sillä 1 luvun 1 §:n 1 momentin mukaan laki koskee arvopaperien saattamista yleiseen liikkeeseen, yleiseen liikkeeseen saatettujen arvopaperien vaihdantaa ja selvitystoimintaa sekä julkista kaupankäyntiä arvopapereilla. Toisin sanoen laki kattaa arvopaperien ensimarkkinat, jälkimarkkinat ja markkinapaikkojen ylläpidon eli kaikenlaisen tarjoamisen ja vaihdannan yleisölle²². Yleiseen liikkeeseenlaskeminen arvopaperimarkkinoilla määritellään toiminnaksi, jonka seurauksena ennalta määrittelemätön joukko eli yleisö voi ottaa osaa arvopaperien vaihdantaan.²³ Lakia ei täten sovelleta tilanteisiin, joissa arvopapereita tarjotaan vain tietyille suppealle joukolle. AML:a sovelletaan Suomessa tapahtuvaan toimintaan. AML säätelee myös kansainvälistä arvopaperikauppaa, mutta vain tietyin osin.

²¹ HE 157/1988, s. 3–6.

²² Karjalainen-Laurila-Parkkonen 2005, s. 3.

²³ HE 157/1988, s. 22.

AML sisältää yleissäännökset koskien arvopaperimarkkinoita. Tilanteet usein kuitenkin vaativat muidenkin lakien, asetusten ja määräyksien soveltamista. Tukea haetaan etenkin velvoiteoikeudellisista ja yhteisöoikeudellisista säännöksistä sekä yleisistä kaupankäyntiä koskevista sopimus- ja kauppaoikeudellisista säännöksistä. Huomattava merkitys on myös erilaisilla erityislaeilla, jotka koskevat esimerkiksi markkinoilla toimivia yhteisöjä, arvo-osuusjärjestelmää tai selvitystoimintaa. Lakien lisäksi olennainen merkitys on eri viranomaisten antamilla asetuksilla, päätöksillä ja määräyksillä.²⁴

Esitettä koskien AML tarvitsee tuekseen tarkempaa ja yksityiskohtaisempaa sääntelyä, jotta sijoittajilla olisi riittävästi tietoa hyödynnettävissään ja sijoituspäätöksiä tehdessään. Valtiovarainministeriö (VM) on antanut arvopaperimarkkinalain nojalla asetuksia ja päätöksiä, jotka on tarkoitettu täydentämään lakia. Myös Rahoitustarkastuksella (Rata) toimivalta antaa erilaisia määräyksiä ja ohjeita koskien AML:a. Ohjeita ja kannanottoja voidaan pitää suositusluontoisina, mutta määräykset ovat sellaisenaan sitovia. Käytännön merkitystä on myös itsesääntelynormeilla, erityisesti Helsingin pörssin säännöillä, jotka vaikuttavat arvopaperimarkkinoilla toimivien osapuolten sopimussuhteisiin.²⁵

2.3 Yhtiön viestinnälliset velvoitteet ja esitesääntely

Yhtiön tiedonantovelvollisuus alkaa arvopaperien liikkeeseenlaskusta tai listaamisesta. Laki velvoittaa tiedonantoon, koska lain yksi tärkeimmistä tavoitteista on

²⁴ Karjalainen ym. 2005, s. 10–11.

²⁵ Karjalainen ym. 2005, s. 12.

taata sijoittajille olennaiset ja riittävät tiedot tarjotuista tai listatuista arvopapereista sekä niiden takana olevista yhtiöistä. Arvopaperien tarjoamista ja listaamista koskevat tiedonantovelvoitteet liittyvät pääasiassa AML:ssa tarkoitettuun esitteeseen. AML:n 2 luvun 2–4 f §:t sisältävät velvoitteita koskien arvopaperien tarjoamista, listaamista ja esitettä. Yhtiön tulee laatia esite, kun se tarjoaa arvopapereitaan yleisölle tai hakee niiden ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi.²⁶

Esitesääntelyä ympäröi joukko säännöksiä koskien yhtiön muita viestinnällisiä velvoitteita. Nämä kaikki säännökset ovat kuitenkin sovellettavissa myös esitteeseen. Viestinnällisesti tärkeitä säännöksiä on sisällytetty AML:n lukuihin 2 ja 5. AML:n luku 2 käsittelee arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskua ja tiedonantovelvollisuutta. Markkinointia koskeva säännös velvoittaa yhtiötä ennen ja jälkeen liikkeeseenlaskun. Yhtiön yleinen tiedonantovelvollisuus jakautuu kolmeen osaan; tiedonantovelvollisuus liikkeeseenlaskun yhteydessä, säännöllinen tiedonantovelvollisuus ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Kaksi viimeksi mainittua viittaavat listautumisen jälkeiseen yhtiön laajennettuun tiedonantovelvollisuuteen. Viestinnällisestä näkökulmasta tärkeitä ovat myös 5. luvun sisäpiiriä koskevat säännökset²⁷.

Arvopaperien tarjoamista ja listaamista säännellään AML:n 2 luvun 2–4 f §:ssä, EU:n komission esiteasetuksessa²⁸ ja VM:n esiteasetuksessa²⁹. Lisäksi VM on anta-

²⁶Tästä perussäännöstä on vain muutamia poikkeuksia, joihin kuitenkin ei perehdytä tarkemmin tämän tutkimuksen aihepiiri ja laajuus huomioon ottaen.

²⁷ Mars ym. 2000, s. 50–52.

²⁸ Komission asetus (EY) N:o 809/2004 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta.

nut asetuksen³⁰, joka koskee ns. kansallista esitettä. Ratan antaman esitteitä koskevan standardin³¹ ja tulkintojen³² sisällöt ovat suositusluontoisia. Lisäksi suosituksia antaa Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea CESR, jotka pyritään olenmaisilta osin sisällyttämään Ratan standardeihin³³. Tärkeimpänä näistä esitteen kannalta voidaan pitää komission esiteasetusta, koska se sisältää säännökset esitteen muodosta, vähimmäissisällöstä, julkistamistavoista, viittaamismenettelystä ja arvopaperien markkinoinnista.³⁴

EU:n asettaman esitedirektiivin myötä myös Suomen lainsäädäntöä oli yhdenmuikaistettava. Arvopapereiden tarjoamista ja listaamista koskeva sääntely muuttui esitedirektiivin astuessa voimaan. Suomessa direktiivin voimaansaattaminen 1.7.2005, toteutettiin arvopaperimarkkinalain muutoksella (HE 38/2005) ja antamalla valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetusta esitteestä (452/2005)³⁵. Komission antama esiteasetus, joka sisältää säännöksiä esitteen sisällöstä ja siihen liittyvistä erityiskysymyksistä on Suomessa suoraan sovellettavaa lainsäädäntöä.

²⁹ VM:n asetus (452/2005) Arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetusta esitteestä.

³⁰ Valtiovarainministeriön asetus (818/2007), Eräistä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 a §:ssä ja kiinteistörahastolain 22 §:ssä tarkoitetuista esitteistä. Uusi asetus kumooa VM:n asetuksen (538/2005) Eräistä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 a §:ssä tarkoitetuista esitteistä.

³¹ Ratan standardi 5.2a, Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi.

³² Esimerkiksi tulkinta (3/2005) esitedirektiivin mukaisesta esitteestä liikkeeseenlaskuohjelmissa.

³³ CESR julkisti tammikuussa 2005 suosituksen "CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses N:o 809/2004" (CESR/05-054b).

³⁴ HE 38/2005, s 32.

³⁵ Uusi VM:n asetus (452/2005) arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetusta esitteestä, kumooa asetukset listalleottoesitteestä (539/2002) ja tarjousesitteestä (540/2002).

Esitedirektiivin mukana syntyi niin sanottu "europassi", joka oikeuttaa liikkeenlaskijan käyttämään samaa esitettä kaikissa ETA-valtioissa. Yhtiön tulee hyväksyttää esitteensä yhdessä ETA-valtiossa, jonka jälkeen esitettä ei tarvitse enää erikseen hyväksyttää muissa ETA-valtioissa. Europassin saaneiden esitteiden rinnalla kulkee myös kansallisten esitevaatimusten mukainen esite. Suomessa kansallisen esitteen sisältövaatimukset löytyvät VM:n asetuksesta, mutta muutoin kansallisen esitteen julkistamiseen, hyväksymismenettelyyn ja poikkeuksiin sovelletaan samoja säännöksiä kuin esitedirektiivin mukaisiin esitteisiin.³⁶

2.3.1 Esitteen muoto

AML:n 2 luvun 3 a §:n 2 momentin mukaan liikkeeseenlaskija voi valita, julkistaa-ko se esitteen joko yksi- tai kolmiosaisena. Esitedirektiivin mukainen kolmiosainen esite (prospectus) koostuu perusesitteestä (registration document), arvopaperiliitteestä (securities note) ja tiivistelmästä (summary). Perusesitteessä tulee olla tiedot liikkeeseenlaskijasta ja arvopaperiliitteen arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle tai jotka on tarkoitus ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi sekä tiedot itse tarjouksesta. Tiivistelmän tulee sisältää tiedot ja riskit liittyen liikkeeseenlaskijaan ja mahdolliseen takaajaan sekä asianomaisiin arvopapereihin. Tiivistelmän tulee olla lyhyt, kirjoitettu yleiskielellä ja Ratan suosituksen³⁷ mukaan alle 2500 sanaa pitkä. VM:n asetuksen 2 luku 6 § täsmentää tiivistelmässä annettavia tietoja. Asetuksen mukaan tiivistelmässä on mainittava ja annettava ns. varoitus, että tiivistelmää on pidettävä esitteen johdantona ja sijoittajan tulisi perustaa sijoituspäätöksensä esitteeseen kokonaisuutena. Lisäksi tiivistelmässä on mainittava, että jos tuomiois-

³⁶ Karjalainen ym. 2005, s. 61–63.

³⁷ Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s. 22.

tuimessa pannaan vireille kanne esitteen tiedoista, kantajana toimiva sijoittaja voi joutua korvaamaan esitteen käänköskustannuksia. Lopuksi on vielä lisättävä, että siviilioikeudellista vastuuta esitteestä sovelletaan vain, jos tiivistelmä on harhaanjohtava, epätarkka tai epäjohtonmukainen suhteessa esitteen muihin osiin. Muilta osin esitteenlaatija voi itse päättää tiivistelmän sisällön. Yksiosaisessa esitteessä on oltava sen yksiosaisuudesta huolimatta samat tiedot kuin kolmiosaisessa esitteessä.

Rahoitustarkastus täsmentää vielä esitteen rakennetta koskien, että kolmiosaisen esitteen eri osat voidaan tarkastaa ja julkistaa eri aikoihin. Tällöin tarjouksesta tai listalle hakemisesta laaditaan uusi arvopaperiliite ja tiivistelmä kutakin liikkeeseenlaskua varten. Samaa perusesitettä voidaan käyttää 12 kuukautta. Perusesitteessä tapahtuneet muutokset on kuitenkin päivitettävä arvopaperiliitteessä.³⁸ Tällaiseen tilanteeseen voidaan joutua esimerkiksi silloin, jos liikkeeseenlaskija toteuttaa useampia liikkeeseenlaskuja vuoden aikana ja tiedot muuttuvat näiden liikkeeseenlaskujen välillä.³⁹

Yksi- ja kolmiosaisen esitteen lisäksi laki sisältää säännökset koskien ohjelmaesitetä⁴⁰. VM:n asetuksen 2 luvun 3 §:n mukaan ohjelmaesite (base prospectus) voidaan laatia, mikäli arvopapereita lasketaan liikkeeseen ohjelmamuotoisesti eli kun arvopapereita lasketaan liikkeeseen osana liikkeeseenlaskuohjelmaa. Yksi liikkeeseenlaskuohjelma kattaa tällöin useiden erityyppisten arvopaperien liikkeeseen laske-

³⁸Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s. 21.

³⁹ Karjalainen ym. 2005, s. 76.

⁴⁰ Tutkielman laajuus huomioon ottaen ohjelmaesite käsitellään vain tiivistetysti.

misen erissä. Ohjelmaesite on laadittava aina yhtenä asiakirjana.⁴¹ Ohjelmaesitteeseen liitetään yksittäisiin liikkeeseenlaskuihin liittyvät lopulliset ehdot. Ohjelmaesitteen sijaan voidaan kuitenkin laatia myös kolmiosainen esite siten, että jokaisessa liikkeeseenlaskutapauksessa julkistetaan uusi arvopaperiliite ja tiivistelmä.

Esitteisiin voidaan soveltaa myös viittausmenettelyä, johon liittyvät säännökset ja löytyvät VM:n asetuksesta ja suositukset Ratan standardista. VM:n asetuksen 11 §:n mukaan erimuotoisiin esitteisiin on mahdollista sisällyttää tietoja aiemmin lainmukaisesti julkaistusta tai esitteen kanssa samanaikaisesti julkistettavasta asiakirjoista. Ehtona on, että asiakirja on Ratan aikaisemmin hyväksymä tai se on toimitettu Ratalle esitteen hyväksyttämistä koskevan hakemuksen kanssa samanaikaisesti. Tällä tarkoitetaan sitä, että esiteasiakirja tai -asiakirjat eivät sisällä kaikkea vaadittavaa tietoa. Täten viittauksilla osoitetaan, mistä tällainen tieto on saatavissa. Tällöin myös nämä viittauksilla osoitetut asiakirjat ovat osana esitettä, vaikka eivät sitä varsinaisesti fyysisesti olekaan. Tällaisia asiakirjoja ovat esimerkiksi aiemmat esitteet, tilinpäätökset tai osavuosisikatsaukset⁴².

Kolmiosaisen esitteen rakenne.⁴³

ESITE		
Perusesite <ul style="list-style-type: none"> • tiedot liikkeeseenlaskijasta 	Arvopaperiliite <ul style="list-style-type: none"> • tiedot arvopaperista ja tarjouksesta • mahdollinen perusesitteen päivitys 	Tiivistelmä <ul style="list-style-type: none"> • lyhyesti ja yleiskielellä tiedot liikkeeseenlaskijasta sekä arvopaperiin liittyvät olennaiset tiedot ja riskit
Viittaamalla sisällytetyt asiakirjat (mahdollisesti)		

2.3.2 Esitteen kieli

Europassimenettelyn toimivuus edellyttää, että esite on voitava laatia kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä. Useiden mielestä tämä kieli on englanti, mutta se voi olla myös joku muu rahoitusmarkkinoilla käytettävä valtakieli. Esitedirektiivi jaottelee kielivaatimukset sen mukaan, onko kyseessä liikkeeseenlasku vain yhdessä vai useammassa ETA-valtiossa. Esitteen kielivaatimusten jaotteluun vaikuttavat myös liikkeeseenlaskun kotipaikka ja arvopaperityyppi. Joiltakin osin kielen valintaan vaikuttavat toimivaltaisen viranomaisen päätös ja joiltakin osin taas liikkeeseenlaskijankin oma valinta.⁴⁴

Kun arvopapereita tarjotaan tai listataan vain Suomessa, esitteen kieli määräytyy AML:n mukaan. ALM:n 2 luvun 3 d §:ssä säädetään, että yksinomaan Suomessa tapahtuvissa liikkeeseenlaskuissa esitteen kieli on suomi tai ruotsi. Rata voi kuitenkin antaa suostumuksensa esitteen laatimiseen jollakin muulla kielellä. Tilanne on kuitenkin toinen, mikäli esitteitä liikkeeseen lasketaan yksinomaan Suomessa, mutta liikkeeseenlaskun kotipaikka on muu ETA-valtio eli esitteen on tarkastanut ja hyväksynyt muun ETA-valtion toimivaltainen viranomainen. Näissä tilanteissa AML:n 4 e §:n 2 momentin mukaan esite on laadittava liikkeeseenlaskijan valinnan mukaan joko kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä tai Ratan hyväksymällä muulla kielellä. Rata voi kuitenkin vaatia, että esitteen tiivistelmän on oltava suomen tai ruotsin kielellä tai kummallakin näistä kielistä.

⁴⁴ Karjalainen ym. 2005, s. 79.

Kun arvopapereita tarjotaan tai listataan samanaikaisesti Suomessa ja muussa ETA-valtiossa tai pelkästään muussa ETA-valtiossa sovelletaan VM:n asetuksen 5 §:ä. Asetuksen mukaan esite on laadittava liikkeeseenlaskun kotipaikan viranomaisen hyväksymällä kielellä sekä liikkeeseenlaskijan oman valinnan mukaan jokaisen kohdevaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä tai kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä. Esitteen tiivistelmä on tällöinkin käännettävä jokaisen kohdevaltion toimivaltaisen viranomaisen vaatimalle yhdelle tai useammalle kielelle.

2.3.3 Esitteen hyväksyminen ja julkistaminen

Esitteen tarkastaa ja hyväksyy liikkeeseenlaskun kotivaltion toimivaltainen viranomainen. AML:n 2 luvun 4 §:n mukaan Rata on toimivaltainen ottamaan tarkastettavaksi ja hyväksyttäväksi esitteen, mikäli kyseessä olevien arvopaperien liikkeeseenlaskun kotivaltio on Suomi tai toinen ETA-valtion toimivaltainen viranomainen on pyytänyt sitä ottamaan esitteen tarkastettavaksi ja hyväksyttäväksi ja mikäli Rata on tähän suostunut. Kansallisen esitteen hyväksymisvelvollisuus on aina Ratalla. Ratan on päätettävä AML:n 2 luvun 4 §:ssä olevan pääsäännön mukaan esitteen hyväksymisestä tai hyväksyttämättä jättämisestä kymmenen pankkipäivän kuluessa siitä, kun esite on jätetty hyväksyttäväksi. Pykälässä 4 säädetään myös Ratan mahdollisuudesta siirtää esitteen hyväksyttäminen toisen jäsenvaltion viranomaiselle edellyttäen, että tämä suostuu siirtoon. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi silloin kun liikkeeseenlaskija pyytää itse siirtoa.

Esitteen julkistamisesta⁴⁵ on säännöksiä sekä AML:ssa, että VM:n asetuksessa. AML:n 2 luvun 4 §:n mukaan esitteen saa julkistaa vasta, kun Rata on sen hyväksynyt. Mikäli esitteen on tarkastanut Rataa vastaava ulkomainen viranomainen, julkistaminen edellyttää tämän viranomaisen antamaa hyväksyntää ja sen ilmoittamista Suomeen. VM:n asetuksen 2 §:ssä säädetään hyväksytyyn tarkemmasta esitteen julkistamismenettelystä. Pykälän mukaan esite on julkistettava samansisältöisenä ja -muotoisena kuin se on hyväksytty eli esitteeseen ei voi tehdä enää muutoksia hyväksymisen jälkeen. Lisäksi esiteoikeudellinen lainsäädäntö sisältää normeja koskien esitteen tietojen muuttamista, esimerkiksi esitteessä olevan virheen tai puutteen vuoksi⁴⁶.

VM:n asetuksen mukaan esite katsotaan julkistetuksi, kun se on annettu yleisön saataville esimerkiksi painetussa muodossa yhtiössä, asiamiehen toimipisteessä ja merkintäpaikoilla. Suomessa esite on julkistettava aina myös sähköisessä muodossa. Mikäli esite on julkistettu ainoastaan sähköisessä muodossa, esite tulee aina olla saatavilla myös paperimuotoisena. Esite tulee olla maksutta yleisön saatavilla ainakin pörssissä (mikäli kyseessä on listayhtiö) sekä sähköisessä muodossa liikkeeseenlaskijan ja asiamiehen nettisivuilla sekä merkintäpaikoilla. Esitteen on oltava yleisön saatavilla koko sen ajan, kun arvopaperi on liikkeeseenlaskun kohteena.

⁴⁵ Myös esitteen julkistamiseen liittyy erikoistapauksia, joita ei käsitellä tämän tutkimuksen puitteissa.

⁴⁶ Tämän normiston tarkastelu jää kuitenkin tutkimuksen ulkopuolelle tutkimuksen laajuutta koskevien seikkojen vuoksi.

2.4 Sijoittajaviestinnällisten velvoitteiden valvonta

AML:n asettamien tiedonannollisten ja sijoittajaviestinnällisten velvoitteiden valvonta perustuu viranomaistahojen ja markkinapaikkojen yhteistyöhön. Viranomaisista tärkein arvopaperimarkkinoita valvova elin on Rata. Rata valvoo arvopaperien markkinointia, hyväksyy laissa tarkoitetut esitteet ja valvoo muidenkin laissa asetettujen tiedonanto- ja muiden velvollisuuksien noudattamista. Ratalla on myös valtuudet määrätä lakia tarkemmin erinäisistä lain soveltamisalaan kuuluvista asioista. Sillä on myös lupa myöntää poikkeuksia lain määrittämistä velvoitteista. Ratan kanssa tiettyihin valvontatehtäviin osallistuvat kuluttajaviranomaiset ja Suomen Pankki.⁴⁷

Suomen oikeuskäytäntö antaa esimerkin Ratan merkittävästä asemasta arvopaperimarkkinoiden ja sijoittajaviestinnän valvojana. Tapauksessa, jossa vastaajana oleva yhtiö oli Ratan huomautuksesta huolimatta jatkanut arvopaperiensa markkinointia ilman Ratan hyväksymää esitettä, Ratalla oli velvollisuus viedä asia eteenpäin kuluttaja-asiamiehen ja markkinaoikeuden ratkaistavaksi. Markkinaoikeus päätti sakon uhalla kieltää yhtiötä jatkamasta tai uudistamasta arvopaperiensa markkinointia ellei se laadi Ratan hyväksymää esitettä.⁴⁸ Asia jouduttiin ottamaan vielä uudelleen käsittelyyn, sillä yhtiö jatkoi kiellettyjä markkinointitoimenpiteitä vielä markkinaoikeuden päätöksenkin jälkeen. Tällä kertaa markkinaoikeus määräsi uhkasakon maksettavaksi.⁴⁹

⁴⁷ Karjalainen ym. 2005, s. 379.

⁴⁸ MAO 129/03.

⁴⁹ MAO 50/03.

Ratan lisäksi arvopaperimarkkinoiden valvonnasta on vastuussa valtiovarainministeriö, joka on vastuussa muun muassa AML:n säätelemien arvopaperipörssin ja selvitysyhteisön toimilupien myöntämisestä ja peruuttamisesta. VM tehtävänä on myös vahvistaa arvopaperipörssin, muun julkisen kaupankäynnin ja selvitysyhteisön säännöt. VM:llä on myös mahdollisuus keskeyttää arvopaperipörssin tai selvitysyhteisön toiminta. Lisäksi VM:n vastuulla ovat AML:n muutosten valmistelu sekä asetusten säätäminen erinäisistä lain soveltamisalaan kuuluvista asioista laissa annettujen valtuutusten nojalla.⁵⁰

Ratan ja VM:n lisäksi arvopaperimarkkinoiden valvontaan osallistuvat markkinapaikat ja selvitysyhteisö itse. Niiden velvollisuutena on valvoa niiden piirissä tapahtuvaa toimintaa ja toimintaan osallistuvia osapuolia. Markkinapaikkojen ja selvitysyhteisön on myös itse luotava toimintaansa koskeva tarkempi sääntely lain perusnormien asettamissa rajoissa ja viranomaisvalvonnassa. Markkinapaikkojen ja selvitysyhteisön valvonta täydentyy, kun Rata puolestaan taas valvoo niiden toimintaa.⁵¹

⁵⁰ Karjalainen ym. 2005, s. 379.

⁵¹ Karjalainen ym. 2005, s. 380.

3. ESITE OSANA SIJOITTAJAVIESTINTÄÄ

3.1 Sijoittajaviestinnän tavoitteista

Sijoittajaviestinnän tehtäväkenttä ulottuu yhtiön sisäisistä tehtävistä, yhtiön ulkoisten kohderyhmien tarpeista huolehtimiseen. Sijoittajaviestinnästä vastaava henkilö osallistuu siis yhtiön talousraportointiin, mutta hänen tehtävänä on myös huolehtia markkinamielipiteen peilaamisesta johdolle sekä sijoittajanäkökulman tuomisesta organisaatioon.⁵²

AML:n tiedonantoon liittyvät normit yhdessä viranomaisten antamien tiedonantoon liittyvien asetusten, päätöksien ja määräyksien kanssa muodostavat viestinnän perustan sekä yleiset että yhteiset säännöt, joita niin yhtiön kuin sen viestinnästä huolehtivan tahon tulee noudattaa. Yhtiöt ovat erikokoisia ja on eri asia pohdita 100 miljoonan kuin 50 miljardin liikevaihdon omaavan yhtiön viestintää. Yhteistä kaikille yhtiöille kuitenkin on se, että niiden kaikkien tulee nojautua samaan arvopaperimarkkinalakiin.⁵³

Luottamuksen rakentaminen on sijoittajaviestinnän tärkein tavoite, mikä pohjautuu AML:n tavoitteeseen luotettavien markkinoiden rakentamisesta ja sijoittajien luottamuksen saavuttamisesta. Etenkin ensimmäistä kertaa markkinoille pyrkivät yhtiöt ovat haavoittuvassa asemassa, jolloin yhtiö on vielä kokematon ja epävarma. Tässä vaiheessa markkinoille viestitettävät yhtiön tavat ja toimet on pyrittävä ker-

⁵² Mars ym.2000, s. 35.

⁵³ Mars ym. 2000, s. 28–30.

tomaan tavalla, joilla luodaan rakentavia ja realistisia odotuksia tulevaisuuteen. Virheellisten ja harhaanjohtavien tietojen informoiminen etenkin tässä vaiheessa yhtiön elinkaarta voi olla kohtalokasta.⁵⁴

Yhtiön sijoittajaviestintä on osa yhtiön talousviestintää, jolla on vaikutusta yhtiön maineeseen eli yrityskuvaan markkinoilla. Yhtiö ei voi päättää mikä tieto vaikuttaa yhtiöstä syntyvään mielikuvaan, vaan siihen vaikuttaa kaikki yhtiöstä markkinoilla oleva tieto.⁵⁵ Sijoittajaviestinnän tulisi aina olla avointa joka tilanteessa. Yrityksen tulisi voida ilmoittaa huonoista uutisista yhtä rehellisesti kuin hyvistäkin. On sanottu, että sijoittajat sietävät huonojakin uutisia, mutta yllätyksistä he eivät pidä. Usein kuitenkin saattaa käydä niin, että yhtiö raportoi hyvät uutiset varauksetta eteenpäin kun taas huonot uutiset jätetään pimentoon. Tällaista tapaa kutsutaan huonoksi sijoittajaviestinnäksi. Sijoittajien luottamuksen voittaa sellainen yritys, joka pystyy avoimesti ilmoittamaan kaikki yrityksessä tapahtuvat asiat menettämättä uskottavuuttaan.⁵⁶

Laki sallii olennaisten ja samalla huonojen uutisten piilottelemisen, kunhan ne vain jollakin tavalla ilmaistaan ja tuodaan esille. Tämä johtuu siitä, että laissa ei kerrota miten asiat tulee kertoa, vaan vain sen mitä tulee kertoa. Toisin sanoen laki siis sallii huononkin sijoittajaviestinnän ja jättää yhtiön itsensä päätettäväksi miten hyvin se viestintänsä toteuttaa. Tästä syystä hyvin hoidettu sijoittajaviestintä voi muodostua yhtiön kilpailueduksi.

⁵⁴ Mars ym. 2000, s. 27.

⁵⁵ Roine 2001, s. 11.

⁵⁶ Mars ym. 2000, s. 40–42.

Jokaiselle yhtiölle muodostuu oma tapansa ja tyyliinsä kommunikoida sijoittajien kanssa. Tärkeintä olisi kuitenkin löytää se oma tyyli viestiä ja myös säilyttää tämä sama linja, sillä sijoittajilla on tapana oppia tulkitsemaan kunkin yhtiön viestintää ajan myötä. Tästä hyvä esimerkki on Nokia, jonka liiketoiminnalle tunnusomaista on tehokas ja avoin viestintä⁵⁷. Nokian avoimen ja ennakkoluulottoman viestinnän taustalta voi helposti lukea tavoitteen, jonka tarkoituksena on sijoittajien luottamuksen saavuttaminen. Nokian huonojen uutisten avoin tiedottaminen tekee myös sen hyvien uutisten tiedottamisen uskottavaksi⁵⁸. Sijoittajien luottamuksen saavuttaminen edellyttää selkeää viestintää tavoitteista, tavoitteiden saavuttamiseksi käytettävistä strategioista sekä loogista raportointia tavoitteiden saavuttamisesta. Tällä tavoin yhtiöt viestivät lupauksien lunastamisesta.⁵⁹

Myös yhtiön julkistama esite kertoo yhtiön tavasta viestiä ja kommunikoida sijoittajien kanssa. Esitteen tulee lain mukaan sisältää tietyt asiat, mutta yhtiöiden esitteelliset viestintätavat voivat olla hyvinkin erilaisia. Yhtiöiden haasteena on löytää ja myös osata valita juuri yhtiön tilanteeseen sopivat painotukset ja toimintatavat⁶⁰. Tavoitteena olisi löytää sellainen tapa viestiä, joka ei jakaisi liikaa eikä liian vähän tietoa. Esitteestä muodostuu jo pelkkien pakollisten asioiden listaamisella suhteellisen pitkä ja kattava informaatiokokonaisuus, joten on hyödyllistä suunnitella asioiden esittämistä huolella ja näin välttää sijoittajia häiritsevän liiallisen turhan tiedon esittämiseltä⁶¹.

⁵⁷ Nokian Yhteiskuntavastuu raportti 2006, s 16.

⁵⁸ Ylä-Liedenoja 2000.

⁵⁹ Mars ym. 2000, s. 40–42.

⁶⁰ Kariola-Niemelä-Angervuo 2004, s. 21.

⁶¹ Roine 2001, s. 61.

Esitteen laatimisen voidaan todeta palvelevan sekä sijoittajaa, että yhtiötä itseään. Esitteen on tarkoitus tarjota sijoittajille tärkeää yhtiöllistä tietoa sekä saada heidät kiinnostumaan yhtiöstä, jolloin yhtiön hyöty koostuu mahdollisista uusista sijoittajista. Yhtiökin siis hyötyy esitteen laatimisesta, mikäli ymmärretään hyödyntää esitteessä piilevä voimavara ja laaditaan se huolella sekä huomioidaan laadittaessa ensisijaisesti sijoittajan näkökulma. Tärkeää on kuitenkin pohtia esitteen laatimisesta koituvia hyötyjä myös yhtiölle, sen sijaan, että sen laatiminen koettaisiin yhtiölle vain kalliiksi ja pakolliseksi toteutusta.

3.2 Hyvin hoidetun sijoittajaviestinnän hyödyt yhtiölle

Sijoittajaviestinnällä tavoitellaan sijoittajien luottamusta. Sijoittajien luottamus yhtiötä kohtaan kertoo puolestaan yhtiön maineesta. Hyvän maineen omaava yhtiö yleensä saavuttaa sijoittajien luottamuksen. On todettu, että tämän päivän aineettomat oivallukset tulevat syrjäyttämään aineelliset hyödykkeet lisäarvon lähteenä⁶². Kilpailu siitä, kenellä on paras maine markkinoilla, muodostuu ratkaisevaksi tekijäksi yhtiöiden tavoittellessa sijoittajia sekä asiakkaita. Hyvällä yrityskuvalla turvataan yhtiön rahoitussuunnitelmat ja samalla myös yhtiön tulevaisuus.⁶³

Sijoittajaviestinnässä laadulliset tavoitteet ovat ensisijaisia, vaikkakin määrälliset tavoitteet on usein helpompi ymmärtää. Joitakin määrällisiä tavoitteita voidaan kuitenkin kytkeä myös sijoittajaviestintään. Yhtiön kurssikehitystä ja arvopapereiden likviditeetin muutosta seurataan ahkerasti. Yhtiön arvopaperin arvostus pyri-

⁶² Greenspan 2000.

⁶³ Roine 2001, s. 11–12.

tään pitämään yhtiön varallisuusarvoa ja ansaintakykyä vastaavalla tasolla. Arvopaperin hyvä likviditeetti taas kertoo suuresta arvopaperin vaihtuvuudesta. Myös suuri institutionaalisten sijoittajien ja yhtiötä seuraavien analyytikkojen määrä kertoo yhtiön sijoittajaviestinnän toimivuudesta sekä yhtiön nauttimasta arvostuksesta ja luotettavuudesta.⁶⁴

Hyvin hoidetulla sijoittajaviestinnällä ja huolellisesti laaditulla esitteellä luodaan positiivista kiinnostusta yhtiötä kohtaan, mikä parhaimmillaan näkyy hyvänä arvopaperin likviditeettinä eli arvopaperilla käydään paljon kauppaa. Yhtiön oman pääomanehtoisen rahoituksen kustannukset alenevat ja yhtiön mahdollisuudet rahoittaa yritysostoja omilla osakkeillaan tulevat edullisemmiksi sekä myös vastapuolelle houkuttelevimmiksi. Hyvällä sijoittajaviestinnällä on myös vaikutuksia arvopaperin volatilitietin vähenemiseen. Toisin sanoen arvopaperin hinnan reagoitiherkkyys vähenee, kun markkinoilla on oikea ja avoin tieto saatavilla yhtiöstä. Tällöin eivät huhut ja väärät odotukset pääse vaikuttamaan kurssikehitykseen.⁶⁵

Yhtiölle voidaan saavuttaa myös suojaa kurssilaskutilanteessa, jolloin laajalla ja yhtiöön luottavalla osakas pohjalla on yhtiötä turvaava vaikutus. Sijoittajat kun mieluummin pitävät kuin myyvät arvopaperinsa laskusuhdanteessa, etenkin jos he luottavat yhtiön tulevaisuuteen. Suojaa voidaan saavuttaa myös yritysvaltauksilta, sillä arvopaperin hyvä kurssi tekee valtausyritykset kalliimmiksi. Lisäksi yhtiön yleinen tunnettuus ja arvostus nousevat. Mikä tarkoittaa, että yhtiön asema omalla

⁶⁴ Mars ym. 2000, s. 42–44; Roine 2001, s. 59.

⁶⁵ Mars ym. 2000, s. 45–47.

alalla ja rekrytointimarkkinoilla parantuu sekä vieraan pääomanehtoisen rahoituksen hankkiminen helpottuu tunnettuuden ansiosta.⁶⁶

Esitteen laatiminen on vain yksi osa sijoittajaviestinnän tehtäväkenttää, mutta mikäli yhtiö haluaa vakuuttaa sijoittajaviestinnällään ja saavuttaa sijoittajien luottamuksen, sen pitää kantaa vastuu sijoittajiin kohdistuvan viestinnän jokaisesta osa-alueesta yhtä aktiivisesti ja huolellisesti.

3.3 Arvopaperien tarjoaminen ja listaaminen

Termi arvopaperien tarjoaminen kattaa kaksi eri tarjoamisen muotoa. Tarjoamisella tarkoitetaan uusien arvopaperien laskemista liikkeeseen, joita sijoittajat voivat merkitä. Tätä tarjoamislajia kutsutaan yleiseksi liikkeeseenlaskuksi. Toisessa tarjoamistilanteessa taas jo aikaisemmin liikkeeseen laskettuja ja merkittyjä arvopapereita myydään uusille sijoittajille. Tällöin puhutaan yleisesti arvopaperien myynnistä.

Yleisesti arvopaperien tarjoaminen on sellaista tavoitteellista toimintaa, jossa pyritään myymään tai muulla tavalla siirtämään arvopapereita sijoittajille. Lisäksi arvopaperien tarjoamiseen liittyy vastikkeellisuus eli arvopaperien ilmaiseksi tarjoamista ei voida huomioida ainakaan yleisölle tarjoamiseksi⁶⁷. Sen sijaan merkitystä ei katsota olevan sillä missä yhteydessä arvopapereita tarjotaan. Tarjoamistilan-

⁶⁶ Mars ym. 2000, s. 45–47.

⁶⁷ HE 38/2005, s. 28–29.

teeksi katsotaan esimerkiksi yhtiöiden sulautumistilanteessa, jossa tarjotaan vastaanottavan yhtiön osakkeita sulautumisvastikkeena. Tällaisessa tilanteessa vastaanottavaa yhtiötä koskevat arvopaperien tarjoamista koskevat velvoitteet kuten esitteentekovelvollisuus.⁶⁸

Esitesääntely koskee myös arvopaperien listaamista, jolla tarkoitetaan arvopaperien hakemista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Suomessa säännellyllä markkinalla tarkoitetaan julkista kaupankäyntiä eli kaupankäyntiä arvopaperipörssissä. Sekä tarjoaminen, että listaaminen muodostavat itsenäisen velvollisuuden esitteen laatimiseen. Tästä johtuen esite on aina laadittava kun arvopapereita haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi vaikka arvopapereita ei samanaikaisesti tarjottaisikaan yleisölle.⁶⁹

Etenkin listautumisen yhteydessä yhtiön tulee miettiä sen viestinnällisiä valmiuksia ja pohtia, miten tulevaisuuden kasvavat tiedotus- ja viestintävelvollisuudet saadaan täytettyä⁷⁰. Ennen esitedirektiivin voimaantuloa esitteet nimettiin niiden tarkoituksen ja sisällön mukaan joko tarjous- tai listalleottoesitteeksi. Direktiivin voimaansaattamisen jälkeen esitteet eivät enää eroa sisällöllisesti toisistaan, eikä niistä myöskään enää säädetä erikseen. Esite voidaan kuitenkin edelleen nimetä joko tarjous- tai listalleottoesitteeksi sillä edellytyksellä, että nimi ei ole harhaanjohtava.⁷¹

⁶⁸ Karjalainen ym. 2005, s. 63–65.

⁶⁹ Karjalainen ym. 2005, s. 65.

⁷⁰ Mars ym. 2000, s. 107.

⁷¹ Karjalainen ym. 2005, s. 63.

3.3.1 Europassi

Europassi on järjestelmä, jossa yhdessä ETA-valtiossa hyväksytty toimija tai toiminto hyväksytään automaattisesti kaikissa ETA-valtioissa. Esitteen europassilla tarkoitetaan sitä, että yhden viranomaisen hyväksymällä esitteellä voi tarjota arvopapereita tai hakea niitä kaupankäynnin kohteeksi kaikissa ETA-valtioissa ilman niiden erillistä hyväksyttämisprosessia kyseisissä maissa.⁷² Europassista säädetään AML:n 2 luvun 4 e ja 4 f §:ssä. Esitteen laatijan tulee vain ilmoittaa tarjouksesta tai listauksesta kohdevaltion viranomaiselle ja lisäksi toimittaa todistus esitteen hyväksymisestä. Esite tulee olla laadittu esitedirektiivin mukaisesti ja kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä tai Ratan hyväksymällä muulla kielellä.

Arvopaperien tarjoamisesta ja listaamisesta ETA:n ulkopuolelta säädetään AML:n 2 luvun 4 b §:ssä. Esitedirektiivi koskee vain ETA-valtioita, joten sen ulkopuolelta tuleva liikkeeseenlaskija tai muu arvopapereita tarjoava ei voi saada europassia kotivaltiossaan hyväksytylle esitteelle. Säännöksen mukaan mahdollista on kuitenkin, että jäsenvaltiot saavat hyväksyä tällaisen esitteen, mikäli sisältö vastaa riittävästi komission esiasetuksen vaatimuksia. Hakijan on esitettävä selvitys vaatimusten vastaavuudesta ja siitä, että esite on hyväksytty liikkeeseen laskijan kotipaikan tai muun viranomaisen toimesta.

⁷² Karjalainen ym. 2005, s. 67.

3.3.2 Kansallinen esite

Esitedirektiiviä ei tarvitse soveltaa tarjouksiin, jotka ovat alle 2,5 miljoonaa euroa. Tällaisista esitteistä voidaan säännellä kansallisesti. Tarjouksen arvoa laskettaessa huomioidaan kaikki sitä edeltävän 12 kuukauden aikana tehdyt tarjoukset. Kansalliset esitevaatimukset täyttävä esite ei voi saada europassia ja tästä syystä kansallinen esite kelpaa vain siinä maassa, jossa esite on hyväksytty. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin tilanteissa, joissa tarjouksen arvo alittaa 2,5 miljoonaa euroa laatia kansallisen esitteen sijaan esitedirektiivin mukaisen esitteen ja saada europassin. Suomessa kansallisen esitteen sisältövaatimukset sisältyvät VM:n asetukseen (538/2005)⁷³. Kansallisen esitteen julkistamista, hyväksymismenettelyä ja poikkeuksia koskevat samat säännökset kuin esitedirektiivin mukaisia esitteitä.

Seuraavissa luvuissa keskitytään käsittelemään esitedirektiivin mukaista esitettä, sillä europassin saaneen esitteen mahdollisuudet kansainvälisillä arvopaperimarkkinoilla ovat paremmat, mikäli yhtiö aikoo esimerkiksi tulevaisuudessa laajentaa toimintaansa Suomen rajojen ulkopuolelle.

3.4 Esitteen laatimisessa tarvitaan viestinnän näkökulmaa

Esitteen laatimisvelvollisuudesta säädetään AML:n 2 luvun 3 §:ssä. Laatimisvelvollisuus velvoittaa, että liikkeeseenlaskijan tulee aina laatia esite, kun se tarjoaa arvopapereita yleisölle tai hakee niitä julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Yleisöllä

⁷³ Asetus vastaa käytännössä aikaisempaa VM:n asetusta tarjousesitteestä (540/2002).

tarkoitetaan vähintään 100 henkilöä⁷⁴. Säännöksen mukaan esite on julkistettava ennen tarjouksen voimaantuloa tai julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottamista ja pidettävä yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan. Tarjouksen tekijä ja liikkeeseenlaskija mukaan lukien vastuussa esitteen laatimisesta ja julkistamisesta voi olla vastuussa myös se, joka huolehtii tarjouksesta toimeksiannon nojalla. Tällainen asiamies on esimerkiksi emissionjärjestäjä⁷⁵.

Yhtiön on tärkeää valmistautua osakkeidensa liikkeeseenlaskuun ja julkisen kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen huolella. Laissa ei määrätä kenenkään velvollisuudeksi olla mukana yhtiön esitteen laatimisessa. Tässä tehtävässä ovat usein kuitenkin auttamassa pankit ja asianajotoimistot. Yhtiöt tarvitsevat apua myös viestinnällisissä ja mainonnallisissa haasteissa, jota tarjoavat viestintä- ja mainostoimistot. Tavallisesti pankki ja asianajotoimisto yhdessä yhtiön johdon kanssa rakentavat yhtiön tarjous- tai listalleottoesitteen. On kuitenkin mahdollista, että viestintätoimisto on mukana esitteen laatimisprosessissa. Viestinnällisestä tietotaidosta saattaisi olla hyötyä heti alkuvaiheessa esitteen suunnittelussa. Lisäksi viestintätoimiston käyttäminen saattaisi helpottaa yhtiötä siirtymään liikkeeseenlaskua seuraavaan markkinointivaiheeseen ja jatkuvaan sijoittajaviestintään.⁷⁶

Etenkin aktiivisesti ja laajasti sijoittajasuhteitaan hoitavat listayhtiöt ovat alkaneet perustaa yhtiöidensä sisälle erillisiä sijoittajasuhdetoimintoja, joiden tehtävänä on vastata yhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämistä, sijoittajille jaettavasta in-

⁷⁴ Rahoitustarkastuksen laatima Tietopaketti Esitedirektiivin mukaisesta esitteestä (8.8.2005), s. 3.

⁷⁵ Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s. 10.

⁷⁶ Mars ym. 2000, s. 107–116.

formaatiosta ja sijoittajayhteyksistä. Sijoittajasuhteista käytetään yleisesti lyhennettä IR eli investor relations.⁷⁷

Esitteen laatimisen pääsäännöstä on poikkeustilanteita, joista osa on harkinnanvaraisia ja edellyttävät Ratan antamaa poikkeuslupaa. Nämä poikkeukset vastaavat pääosin aikaisempaa sääntelyä ennen esitedirektiiviä. Osa poikkeuksista puolestaan luokitellaan yleispoikkeuksiksi, joiden toteuttamiseen ei tarvita erillistä lupaa Ratalta. Yleispoikkeuksia on koottu sekä AML:n säännöksiin että VM:n asetukseen.⁷⁸

3.5 Sijoittajaviestinnän kohderyhmien tarpeet

Yhtiön arvopapereista ovat kiinnostuneet hyvin erilaiset tahot, joilla on hyvin erilaiset tarpeet. Tarkoituksena on palvella kaikkia kohderyhmiä ja heidän etujaan yhtä hyvin, mutta toisaalta on varmistuttava myös yhtiön omien tarpeiden täyttämistä eli varmistaa yhtiön positiivinen kehitys myös pitkälle tulevaisuuteen. Vaikka sijoittajaviestinnän tavoitteena onkin sijoittajien tasapuolisuus, käytännössä eri kohderyhmillä on hyvin erilaiset mahdollisuudet saada yhtiöstä tietoa. Sijoittajaviestinnän kohderyhmiä ovat institutionaaliset sijoittajat, yksityissijoittajat, sijoitusanalyytikot, media ja muut tiedon välittäjät, sekä henkilöstö. Yhtiön tiedotta-

⁷⁷ Roine 2001, s.59.

⁷⁸ Karjalainen ym. 2005, s. 70–71. Poikkeustapausten käsittely jää tutkimuksen ulkopuolelle, koska niiden käsittely ei ole tutkimuksen kannalta olennaista.

mista seuraavat myös muut tahot, esimerkiksi asiakkaat ja viranomaiset. Nämä tahot eivät kuitenkaan kuulu varsinaisesti sijoittajaviestinnän kohderyhmään.⁷⁹

Institutionaalisia sijoittajia ovat yhtiöt, jotka pyrkivät sijoittamaan varoja mahdollisimman tuottavasti. Tällaisia yhteisöjä ovat muun muassa vakuutus- ja eläkerahastoyhtiöt. Tavanomaista näille sijoittajille on, että ne omistavat paljon varallisuutta. Institutionaaliset sijoittajat tarkkailevat mahdollisia sijoituskohteita erityisen tarkasti ja niiden sijoituspäätökset perustuvat laajaan informaatiomäärään. Tässä suhteessa on suuri ero sijoittajaviestinnän toiseen kohderyhmään yksityissijoittajiin, joiden resurssit hankkia yhtiöistä tietoa ovat pienemmät kuin näillä suursijoittajilla. Vaikka yhtiöt pyrkivät antamaan molemmille osapuolille yhtä paljon tietoa, yhteisölliset sijoittajat etsivät tietoa lisäksi yhtiön toimialasta, kilpailijoista ja lisäksi saavat vielä mahdollisesti analyytikkojen arvioita yhtiöstä.⁸⁰

Yksityissijoittajat edustavat tyypillisesti yhtiön suurinta arvopaperien omistajien ryhmää. Yksityissijoittajia on yhtiössä paljon, mutta heidän omistamiensa arvopapereiden määrä on kuitenkin vähäinen verrattuna institutionaalisten sijoittajien omistuspohjaan. Sijoittajaviestinnässä yksityishenkilöt saavat toisaalta korostuneen merkityksen luodessaan samalla monen yhtiön luonnollisen asiakaskunnan, mutta ovat taas toisaalta viestinnällisesti vaikeampi ryhmä tavoittaa. Yksityissijoittajien suuri lukumäärä tuo mukanaan haluttua likviditeettiä, mutta heidän tavoittamisensa vaatii enemmän resursseja kuin institutionaalisten sijoittajien. On kannattavampaa tavata yksi suursijoittaja, joka omistaa 10 000 arvopaperia, kuin tavata 100 yksityissijoittajaa, joilla jokaisella on 100 arvopaperia. Internetin ansiosta myös yk-

⁷⁹ Mars ym. 2000, s.93–104.

⁸⁰ Mars ym. 2000, s. 94–98.

sityissijoittajien tiedonkeruumahdollisuudet ovat lisääntyneet. Ero siis kärjistyy institutionaalisten sijoittajien mahdollisuuteen tavata yhtiön johtoa henkilökohtaisesti, sillä tähän yksityissijoittajilla ei usein ole tilaisuutta.⁸¹

Sijoitusanalyytikot ovat ryhmä, jotka pyrkivät välittämään tarkkaa tietoa yhtiöstä sijoittajien sijoituspäätöksiensä tueksi. Institutionaaliset sijoittajat harvoin edes sijoittavat yhtiöihin, joista ei ole tehty analyyskejä.⁸² Analyytikon tehtävä on peilata yhtiön tilaa ja tulevaisuuden ennusteita pörssikurssin suhteen. *Media* kohderyhmänä toimii myös ns. tiedonvälittäjänä yhtiön ja kohderyhmien välillä. Media on yhtiön kannalta erittäin tärkeä kohderyhmä. Yhtiön uutisten uskottavuus lisääntyy, kun niistä tiedotetaan julkisuudessa⁸³. Vielä tarkemmin yhtiön kohderyhmänä mediasa on toimittaja, jonka usein epäilevät ajatukset yhtiön tiedottamista kohtaan asettavat omat haasteensa yhtiön viestinnälle.⁸⁴

Henkilöstön merkitys osakkeenomistajina ja sijoittajaviestinnän kohderyhmänä on kasvanut 1990-luvun loppupuolella. Tämä johtuu muun muassa ansiokehityksen, erilaisten kannustimien ja urakehityksen mahdollisuuksien parantumisesta yhtiöiden sisällä. Näiden tekijöiden ymmärretään olevan liitoksissa yhtiön kannattavuuteen ja tulevaisuuden näkymiin. Tästä syystä työntekijätkin ovat kiinnostuneet seuraamaan tarkemmin yhtiön kehittymistä. Myös yhä useampi työntekijä on työnantajayhtiönsä omistaja, mikä lisää heidän kiinnostustaan myös omistajan ja sijoittajan näkökulmasta.⁸⁵

⁸¹ Mars ym. 2000, s. 97–98.

⁸² Roine 2001, s. 60.

⁸³ Roine 2001, s. 22.

⁸⁴ Mars ym. 2000, s. 98–103.

⁸⁵ Roine 2001, s. 23.

Sijoittajaviestinnän kohderyhmiä käsitellessä voidaan helposti havaita esitteen tarpeellisuus ja välttämättömyys. Esitteen ansiosta kaikilla markkinoiden osapuolilla, jopa kilpailijoilla, on yhtiöstä samat tiedot. Ilman esitettä sijoittajaviestinnälliset kohderyhmät saattaisivat ajautua hyvinkin eriarvoiseen asemaan. Esite kokoaa kaikki yhtiötä ja sen arvopaperin arvoa koskevat tärkeät tiedot. Tällöin amatöörisijoittajallakin on pienempi kynnyks ryhtyä yhtiön osakkeenomistajaksi, kun kaikki tärkeä tieto on yhdessä paikassa, eikä tietoja tarvitse erikseen etsiä. Esitteen voidaan siis myös sanoa helpottavan yhtiöstä kiinnostuneen tiedonkeruutyötä.

Esitteen ensisijainen kohderyhmä muodostuu sijoittajista ja analyytikoista, sillä esitteen tarkoituksena on tarjota tarvittavat tiedot sijoituspäätöksen tueksi. Esitteen tietoja voivat hyödyntää myös muut tahot, vaikka eivät olisikaan kiinnostuneita yhtiöstä sijoitusmielessä. Medialle esite voi tarjota jotakin mikä ylittää uutiskynnyksen ja henkilöstö puolestaan voi esitteen avulla perehtyä työpaikkansa tulevaisuuden näkyymiin.

Tutkimuksen mukaan sanomalehdet, televisio ja teksti-tv ovat edelleen talouselämää seuraavien käytetyimpiä tiedonsaantikanavia. Seuraavaksi suosituin kanava on internet, joka on vasta muutaman viimeisen vuoden aikana kasvattanut suosioitaan tiedonkeruuvälineenä. Arvopapereita omistavien keskuudessa internet on jopa suosituimpi tietolähde kuin televisio ja teksti-tv. Kolmantena talouselämästä kiinnostuneet seuraavat puolestaan talouslehtiä. Vasta seuraavaksi tulevat yhtiön omat julkaisut ja internet sivut, joista etenkin yhtiön omat kotisivut ovat edelleen

lisääntyvissä määrin kasvattamassa suosiotaan.⁸⁶ Median merkitystä sijoittajaviestinnän kohderyhmänä ei voida siis aliarvioida. Sijoittajat suodattavat tietoa eniten juuri tätä kautta. Sijoittajaviestinnän huolellisella suunnittelulla vältetään myös median hampaisiin joutumiselta. Mediassa hyvän kuvan omaava yhtiö herättää sijoittajien kiinnostuksen niin yhtiötä kuin myös tämän esitettä kohtaan.

Esitteen, kuten muunkin sijoittajaviestinnällisen materiaalin laadinnassa, tulisi kiinnittää huomiota kohderyhmien toiveisiin ja odotuksiin. Kun esite on laadittu sijoittajan mieltymyksiä ajatellen, myös tiedon perille saanti helpottuu. Viestinnän suhteen on siis hyvä kaiken aikaa seurata mitä yhtiön ympäristössä tapahtuu, huomioida muutokset ja pohtia miten vastataan näihin uusiin vaatimuksiin.⁸⁷ Lainsäädäntö ei kuitenkaan usein pysy markkinoilla tapahtuvan kehityksen perässä, joten lainsäädännön viestinnälliset vaatimukset kannattaa usein huomioida yhtiölle asetettuina minimivaatimuksina.⁸⁸ Tärkeää on siis pohtia kenelle viestitään ja laatia yhtiön lähettämä viesti sen mukaan⁸⁹.

⁸⁶ Pörssisäätiön teettämä Kotitalouksien säästämistutkimus 2006, s. 24–26.

⁸⁷ Roine 2001, s. 8.

⁸⁸ Roine 2001, s. 8.

⁸⁹ Roine 2001, s. 22.

4. TIEDOTUSVELVOLLISUUS LÄHTÖKOHTANA SIJOITTAJAVIESTINNÄLLE

4.1 Sijoittajaviestinnällisen tiedon merkitys arvopaperimarkkinoilla

Keskeisin arvopaperimarkkinoita ohjaava tekijä on tieto. Arvopaperimarkkinoita koskevissa julkaisuissa puhutaankin usein ns. tiedon markkinoista. Arvopaperin hinta kuvastaa kaikkea markkinoilla esiintyvää yhtiötä koskevaa julkista informaatiota. Toisin sanoen markkinoilla liikkuva tieto vaikuttaa arvopapereiden arvonkehitykseen.⁹⁰ Kaikkia yhtiöitä sitoo velvollisuus antaa tietoa yhtiötä koskien ja etenkin pörssiin listautuessaan yhtiöiden tiedottamista koskevat velvollisuudet kasvavat. Sijoittajat puolestaan hyödyntävät yhtiöistä annettuja tietoja tehdessään sijoituspäätöksiä.

Tiedon määrä markkinoilla on kasvanut ja sen tulkinta on hankaloitunut. Tiedon määrään koetaan olevan jopa liian suurta eikä sitä siksi osata tai jakseta käsitellä. Tieto ei aina lisää kuluttajien positiivista käyttäytymistä markkinoilla vaan johtaa jopa ylireagoiteihin. Osakemarkkinoilla ylireagoinnit johtavat usein mahdollisten tappioiden välttämiseen sen sijaan, että kuluttajat keskittyisivät voittojen tavoitteluun. Erityisesti ne kuluttajat joilla on paljon tietoa markkinoista ylireagoivat helpoiten. Tämä puolestaan kertoo, että edes valistunut kuluttaja ei aina pysty toimi-

⁹⁰ Watkins 2002.

maan rationaalisesti.⁹¹ Myös esitteissä vaadittavat tietomäärät ovat kasvaneet ja etenkin suurimpien yhtiöiden esitteet ovat jopa yli 200 sivuisia.

Sähköisen viestinnän ansiosta tiedon saantia ei voida pitää enää tämän päivän ongelmana vaan ongelmat heijastuvat tiedon luotettavuuteen. Tiedon saatavuuden sijaan ongelmaksi koetaankin yhä useammin sijoitusinformaation laadukkuus ja oikeellisuus sekä sen varmistaminen. Myös tiedon ymmärtäminen aiheuttaa ongelmia sijoittajille.⁹² Saatavilla olevan informaation määrä on niin valtava, että siitä on yhä vaikeampaa poimia olennaisia asioita sijoituspäätöstä tehtäessä. Epäluotettavuutta ovat herättäneet tapaukset, joissa yrityksiensä itse antamat tiedot ovat olleet virheellisiä. Esiin nouseekin kysymys siitä, keneen voidaan luottaa, ellei sitten yritykseen itseensä.⁹³

Sijoituspäätöksiä tehdäänkin yhä useammin vain suoraan yhtiöltä tulevan informaation varassa ilman ammattilaisten neuvoja tai ohjaamista. Tästä syystä informaatio on jaettava selkeästi ja yksiselitteisesti, jotta sijoittaja saa oikean kuvan kerrotun tiedon merkityksestä.⁹⁴ Tämä vaatii, että yhtiön tiedon jakelu ja viestintä suunnitellaan huolella ja toteutetaan ammattimaisesti. Sijoittajaviestinnän eri välineillä pyritään huolehtimaan siitä, että sijoittajilla on käytettävissään kaikki olennainen tieto. Huolellisesti hoidetulla sijoittajaviestinnällä ja myös esitteen laatimisprosessin huolellisella toteutuksella puolestaan taataan, että markkinoilla oleva

⁹¹ Vartiainen 2007.

⁹² Hoppu 2004, s. 22.

⁹³ Petri Sahlströmin virkaanastujaisesityelmä 2004.

⁹⁴ Mars ym. 2000, s.166.

olennainen tieto on laadukasta sekä sijoittajalle relevanttia ja helposti hyödynnettävissä muodossa.

4.2 Tiedonantovelvollisuus arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä

Arvopaperilainsäädäntö uudistuu jatkuvasti, mutta sen alkuperäisenä tavoitteena on ollut luoda toimiva perusnormisto arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaamiseksi ja sijoittajansuojan lisäämiseksi Suomessa. Sijoittajan luottamuksen saavuttamiseksi sekä heidän investointihalukkuuden lisäämiseksi huomiota on kiinnitetty erityisesti säännöksiin tiedonantovelvollisuudesta.⁹⁵ Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata kaikille markkinaosapuolille samanaikaisesti riittävät ja oikeat tiedot arvopaperin tarjoajasta⁹⁶. Tiedonantovelvollisuus alkaa kaikilla yhtiöillä hetkestä, jolloin ne tarjoavat arvopapereitaan yleisön eli sijoittajien merkittäväksi.

Lainsäädäntö luo pohjan sijoittajaviestinnälle. Ensisijaisen tärkeää on lain säännösten vaatimusten täyttäminen, tämän jälkeen yhtiöllä on mahdollisuus näyttää osaamisensa sijoittajaviestinnän kentällä. Sijoittajaviestinnän ja esitteen kannalta tärkeimmät säännökset koskevat arvopaperien markkinointia ja yhtiön tiedonantovelvollisuutta, joita puolestaan täydennetään vielä esitettä yksityiskohtaisemmin koskevilla säännöksillä. Arvopaperien tarjoamiseen ja listaamiseen liittyvä tiedonantovelvollisuus on yhteydessä laissa mainittuun esitteeseen. Tämä tiedonantovelvollisuus koskee kaikkia arvopaperien tarjoajia ja listaajia. Aikaisemmin tiedonan-

⁹⁵ Jokela 2005, s. 13.

⁹⁶ Mars ym. 2000, s. 56.

tovelvollisuuden sisältö vaihteli riippuen siitä oliko kyseessä uusien arvopaperien liikkeeseenlasku, jo merkittyjen arvopaperien myynti uusille sijoittajille vai arvopaperien listaaminen. Esitedirektiivin ja lain uudelleen muokkaamisen myötä tiedonantovelvollisuus koskee tämän hetkisen AML:n 2 luvun 2 §:n mukaisesti kaikkia näitä tilanteita.

AML:n 3 §:ssä säädetään varsinaisesta esitteestä, joten AML:n 2 § koskee lähinnä tilanteita, joissa esitteen laatiminen ei ole välttämätöntä. Näitä poikkeustapauksia ovat esimerkiksi tilanteet, joissa kohderyhmänä on alle sata sijoittajaa tai he ovat kaikki kokeneita sijoittajia.⁹⁷ Lisäksi laissa on säännökset listayhtiöitä koskevasta säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Yhtiön asettaessa arvopaperinsa julkisen kaupankäynnin kohteeksi ja yhtiön kasvaessa pörssiyhtiöksi myös tiedonantovelvollisuutta koskevat vaatimukset kasvavat⁹⁸.

4.3. Esitteen sisältövaatimukset

Esitteen sisältöä koskevien tiedonannollisten velvoitteiden osalta keskitytään tarkastelemaan esitedirektiivin mukaista esitettä. Direktiivin mukaisen esitteen sisältövaatimuksista säädetään yksityiskohtaisesti komission esiteasetuksessa. Esiteasetus pohjautuu IOSCO:n Disclosure Standards-ohjeistukseen. Ohjeistus on laadittu ottaen huomioon ennen esitedirektiiviä voimassa olleen listalleottoesitedirektiivin

⁹⁷ Karjalainen ym. 2005, s. 65–67.

⁹⁸ Tutkimuksen laajuus huomioon ottaen, näiden listayhtiöitä koskevien erityisten tiedonantovelvoitteiden yksityiskohtainen käsitteleminen jää kuitenkin tutkimuksen ulkopuolelle.

vaatimuksia. Täten uudet sisältövaatimukset vastaavat suurimmaksi osaksi vuodesta 1994 voimassa olleita listalleottoesitedirektiivin vaatimuksia.

Sisältöä koskeva yleissäännös on sisällytetty AML:n 2 luvun 3 a §:ään. Säännöksen mukaan esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä tulee olla olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmukaisesti ja helposti ymmärrettävässä muodossa.

Komission esiteasetuksen mukaan sisältövaatimukset vaihtelevat eri tilanteiden mukaan. Esitteen sisältö riippuu siitä, kuka on liikkeeseenlaskija, millainen on tarjous ja millaiset arvopaperit ovat kyseessä. Esite tulee laatia näiden tekijöiden mukaan niin sanotuista luetteloista (schedules) ja lisätieto-osista (building block). Luetteloiden ja lisätieto-osien mukaan määräytyy esitteen asiasisältö. Komission esiteasetus sisältää liitteen, jossa ohjeistetaan miten luettelot ja lisätieto-osat valitaan. Nämäkään ohjeistukset eivät kuitenkaan ole tyhjentäviä, sillä poikkeavissa tilanteissa voidaan ohjeistusta joutua soveltamaan.⁹⁹

⁹⁹ Karjalainen ym. 2005, s. 89–90.

Tarkastelun kohteena on suomalainen liikkeeseenlaskija, joka tarjoaa osakkeita ennalta määräämättömälle joukolle. Komission asetuksen mukaan osakkeita koskevassa esitteen perusosassa tulee olla ainakin seuraavat tiedot¹⁰⁰.

- Vastuulliset henkilöt
- Tilintarkastajat
- Keskeiset taloudelliset tiedot
- Riskitekijät
- Tietoja liikkeeseenlaskijasta
- Liiketoiminnan kuvaus
- Organisaation rakenne
- Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet
- Toiminnallinen ja taloudellinen asema
- Rahoituksen lähteet
- Tutkimus ja kehittäminen, patentit ja lisenssit
- Viimeaikainen kehitys ja tulevaisuudennäkymät
- Tulosenusteet tai -arviot
- Hallinto-, johto- ja valvontaelimet ja ylin johto
- Palkat ja luontoisedut
- Hallintoneuvoston ja hallituksen toiminta
- Työntekijät
- Suurimmat osakkeenomistajat
- Lähipiiriliiketoimet

¹⁰⁰ Komission esiasetus 809/2004, s. 26–35.

- Tiedot liikkeeseenlaskijan varoista ja vastuista, rahoitusasemasta sekä toiminnan tuloksesta
- Lisätiedot
- Merkittävät sopimukset
- Kolmansien antamat tiedot, asiantuntijalausunnot ja intressejä koskevat ilmoitukset
- Nähtävillä olevat asiakirjat
- Osakeomistuksia koskevat tiedot

Tiedottamisen sääntelystä ei aina löydy suoraa vastausta siihen pitääkö tiedottaa ja jos pitää, niin mitä pitää tiedottaa. Tärkeintä on ymmärtää sijoittajien tiedontarve ja pohtia millaiset asiat vaikuttavat yhtiön arvoon. Joissakin tapauksissa on hyvä tiedottaa, vaikka laki ei siihen velvoittaisikaan.¹⁰¹ Tieto voi olla tärkeä jollekin kohderyhmälle, vaikka tieto ei vaikuttaisikaan yleisesti niin merkittävältä¹⁰². Myös esitettä laadittaessa kannattaa pohtia, olisiko esitteessä syytä kertoa jotakin muutakin kuin vain lain velvoittamat tiedot. Etenkin jos tiedon julkistaminen hyödyttää välillisesti tai välittömästi yhtiötä itseään. Välittömällä hyödyllä viitataan julkistettavan tiedon yleisesti mainetta ja yhtiön arvoa parantavaan vaikutukseen, mikä on havaittavissa heti tiedottamisen jälkeen. Välillinen hyöty taas koituu yhtiölle, kun tiedon avulla saadaan yhtiöön mukaan lisää sijoittajia.

¹⁰¹ Roine 2001, s. 45.

¹⁰² Roine 2001, s. 79.

4.3.1 Esitteen riittävät tiedot

Tiedonantovelvollisuus alkaa, kun arvopaperi lasketaan liikkeeseen. AML:n 2 luvun 2 §:ssä säädetään velvollisuudesta pitää sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Yhtiön yleisen tiedonantovelvoitteen tavoite riittävien tietojen antamisesta yhtyy tässä kohtaa esitteessä vaadittavien riittävien tietojen julkistamisen kanssa. Yleisen tiedonantovelvoitteen määräys korostaa siis riittävien tietojen ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavien seikkojen esilletuomista myös esitteessä.

Tiedonannosta vastuussa ovat arvopaperin tarjoaja tai se, joka huolehtii toimeksiannon nojalla tarjouksesta. Vastuu ulottuu koskemaan myös tilanteita, joissa arvopaperi otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Myös Rahoitustarkastuksen asettaman standardin 5.2a:n¹⁰³ mukaan lähtökohtana tiedonantovelvollisuudelle on antaa riittävät tiedot arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. AML:ssa ei ole tyhjentävästi määritelty annettavan tiedon sisältöä, vaan tarjoajan velvollisuus on vain riittävien tietojen julkaiseminen.

Termi ”riittävät tiedot” ja sen tulkinta ovat ymmärrettävästi ongelmallisia, koska termiä ei ole laissa tarkkaan määritelty. On selvää, että eri asiat merkitsevät eri ihmisille ja eri näkökulmista eri asioita. Jos pohditaan termin ”riittävät tiedot” merkitystä ensiksi arvopaperin tarjoajalle tai listaajalle eli yhtiölle. Yhtiölle tietojen julkis-

¹⁰³ Ratan arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi 5.2a (6/120/2004), kumoo seuraavat Ratan kannanotot: Arvopaperimarkkinalain mukaiseen arvopaperien tarjoamiseen liittyvää tulkintaa (K/41/2002/PMO) ja Kannanotto pro forma -tietojen ja vertailevien tietojen esittämisestä listalleottoesitteessä (K/45/2002/PMO).

taminen tarkoittaa usein, että julkistetaan vain se mitä laki velvoittaa. Kun taas pohdimme asiaa sijoittajan näkökulmasta, termin tulkinnasta muodostuu toisenlainen käsitys. Sijoittaja tarvitsee tarpeeksi paljon tietoa sijoituspäätöstä tehdessään ja haluaisi puolestaan tietää yhtiöstä niin paljon kuin mahdollista. Tästä voidaan päätellä, että yhtiölle ”riittävät tiedot” tarkoittaa minimiä ja sijoittajalle taas maksimia tiedonmäärää. Lain termien tulkinnalliset ongelmat syntyvät juuri näkökulmaerojen ja erilaisten tulkintatapojen vuoksi. Tavallista on, että yhtiöiltä vaaditaan enemmän tietoja. Vaatimuksen voi esittää taho yhtiön sisältä tai ulkopuolelta, esimerkiksi omistaja, sijoittaja tai etenkin Rata.

Tarjoamistilanteissa, joissa esitettä ei tarvitse julkaista, on tarjotuista arvopapereista silti julkaistava riittävät tiedot. Ratan standardissa on täsmennetty, että riittäväillä tiedoilla tarkoitetaan tässä tapauksessa VM:n asetuksen kansallisen esitteen sisältöä. Standardin mukaan on kuitenkin tilanteita, joissa annettu tietomäärä voidaan suhteuttaa sijoittajien kokemukseen ja tietämykseen tai johonkin muuhun erityispiirteeseen. Tällaisissa tilanteissa sijoittajat ovat esimerkiksi erittäin kokeneita, joten esitteessä vaadittava tietomäärä voi olla suppeampi kuin kansallisessa esitteessä yleensä.¹⁰⁴

Esitteenlaatijalle riittäviä tietoja on täsmennetty laissa esitteen sisältövaatimuksilla. Tästä huolimatta esitteenlaatijalle jää paljon oman harkinnan varaan. Mitä haluaa esitteessään tuoda ilmi sekä millä tavalla haluaa tiedon tuoda esille. Laissa on määrätty, mitä tulee kertoa, mutta se ei määrää siitä, miten asia tulee ilmoittaa. Seuraavissa alaluvuissa tarkastellaan lain asettamia esitteen sisältövaatimuksia tiedon

¹⁰⁴ Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s.14.

olennaisuuden ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta sekä pohditaan esitteen sisällön laadullisia ominaisuuksia.

4.3.2 Esitteessä olevan tiedon olennaisuus

Yhtiön yleistä tiedonantovelvollisuutta ja esitteen sisältöä koskevissa säännöksissä painotetaan arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavien tietojen julkistamisvelvollisuutta. Tämän lisäksi listayhtiötä koskevat vielä erityisvelvollisuudet liittyen tiedottamisvelvollisuuteen, joista löytyy myös tukea olennaisten tietojen esittämisvaatimukselle.

Ensinnäkin listayhtiön velvollisuuteen kuuluu säännöllinen tiedottaminen yhtiötä koskevista asioista. Säännöllistä tiedonantoa on yhtiön toiminnasta ja tuloskehityksestä raportoiminen eli tilinpäätöstiedotteiden, tilinpäätösten ja osavuosikatsauksien julkistaminen. Tarkoituksena on julkistaa tiedot ennalta määrätyn aikataulun mukaisesti ja johdonmukaisesti samoista asioista.¹⁰⁵ Myös yhtiön esitteiden tulee sisältää tilinpäätöstiedot yhtiön kolmelta viimeiseltä tilikaudelta¹⁰⁶.

Toiseksi listayhtiön tulee tiedottaa asioistaan myös siten, että yhtiö huolehtii tiedonannon jatkuvuudesta. Jatkuvalla tiedottamisella tarkoitetaan velvollisuutta julkistaa viivytyksettä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot. Jatkuvan tiedonannon vaatimus siis antaa tukea myös tiedon olennaisuus vaatimukselle. Yhtiö on esimerkiksi jatkuvuuden nojalla velvollinen tiedottamaan muutoksista yhtiön talouden tilassa, yhtiön johdossa tai organisaatiossa yleensä. Yleisimpiä jat-

¹⁰⁵ Roine 2001, s. 50.

¹⁰⁶ Komission esiasetus 809/2004, s. 31.

kuvan tiedonantovelvollisuuden puitteissa annettuja tiedonantoja ovat yhtiön julkistamat tulosvaroitukset. Näistä jatkuvan tiedonannon puitteissa julkistettavista tiedoista ei voida kuitenkaan antaa tyhjentävää luetteloä, sillä yhtiön arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot ovat aina yhtiö- ja tapauskohtaisia¹⁰⁷. Tästä voidaankin päätellä, että myös esitteen sisältöä koskien on mahdotonta laatia täysin tyhjentävää listaa. Toisen yhtiön näkökulmasta jokin tietty seikka voi olla hyvinkin olennaisessa osassa vaikuttamassa yhtiön osakkeiden arvoon, kun taas toisen yhtiön arvostamiselle tällä seikalla ei ole juurikaan merkitystä. Sama pätee myös sijoittajiin. Yhdelle sijoittajalle jokin tieto voi olla hyvinkin ratkaisevassa roolissa sijoituspäätöstä tehtäessä ja toiselle tämä tieto on lähes merkityksetön. Lainsäädännössä siis säännellään olennaisia ja riittäviä tietoja yleiseltä kannalta. Yhtiön itsensä päättäväksi jää se, mitä tietoa se pitää olennaisena sijoittajan ja tätä kautta myös itsensä kannalta.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden puitteissa ilmoitettavat seikat on julkistettava samanaikaisesti pörssitiedotteella markkinapaikalle ja keskeisille tiedotusvälineille. Pörssitiedottamisen pääsääntönä voidaan pitää avoimuutta kaikissa tilanteissa, kuten tiedottamisessa yleensäkin.¹⁰⁸ Tiedon julkaisemisen edellytyksenä ei ole se, että tieto tosiasiallisesti tulee vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tiedon julkistamisen syyksi riittää, että tiedon julkistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksessa.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Mars ym. 2000, s. 71.

¹⁰⁸ Mars ym. 2000, s. 71–72.

¹⁰⁹ Roine 2001, s. 54.

Sijoittajalle oleellinen tieto koostuu monista eri asioista. Oleellista tietoa ovat tarkat yhtiötä koskevat luvut, mutta yleensä vielä tärkeämmäksi koetaan yhtiön sanallisen tiedon määrä. Sijoittajan tiedontarvetta voi ymmärtää ajattelemalla sijoittajan riskiä, jonka hän joutuu ottamaan varoja sijoittaessaan. Sijoittajalle tärkeää on siis yhtiön tulevaisuus ja tulevaisuuden tuotto-odotukset, joihin tämä riski liittyy. Ensisijainen kiinnostuksen kohde on siis yhtiön kasvu- ja tuloksetekokyky, myös verrattuna kilpailijoihin.¹¹⁰ Sijoittajia kiinnostaa myös yhtiötä koskeva perustieto muun muassa yhtiön visio ja strategia, joista tietoa voi lukea yleensä yhtiön laatimasta company storysta eli yhtiötarinasta. Heille tärkeää on myös tietää johdon kyvyistä toteuttaa strategia. Muita tärkeitä tietoja ovat yhtiön tekemät tai tulevaisuudessa tehtävät investoinnit ja tuotekehitys, markkinatilanne toimintaympäristössä, yhtiön tulevaisuuteen vaikuttavat trendit, kilpailijoiden asema ja kehitys sekä tietenkin yhtiön riskit ja heikkoudet.¹¹¹

Sijoittajille suunnatun kyselytutkimuksen mukaan yhtiöillä on edelleen parannettavaa tiedottamisen suhteen. Sijoittajat tahtoisivat vieläkin enemmän yhtiöiden kertovan tulevaisuuden suunnitelmistaan ja näkymistään. Useat kaipaisivat lisää tietoa myös kilpailijoista, kilpailutilanteesta ja strategiasta. Riittävää tietoa ei myöskään ole tarjolla riskeistä, markkinoista, investoinneista tai omistussuhteista.¹¹² Tämän mukaan sijoittajat kaipaavat enemmän sanallisesti esitettyä tietoa. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus takaa numeerisia lukuja sisältävien tiedotteiden julkaisemisen, mutta ns. lukuja aukaisevan tiedon julkaisemisen suhteen toi-

¹¹⁰ Roine 2001, s. 30–31.

¹¹¹ Mars ym. 2000, s. 100.

¹¹² Sijoittajaviestintäbarometri 2000.

votaan yhtiöiltä lisähuomiota. Tämän tiedollisen aukon täyttämistä yhtiöt voisivat pohtia esitettä julkistaessaan.

Kun yhtiössä on pohdittu sitä, mikä tieto on riittävää ja olennaista sekä millaisesta tiedosta yhtiölle koituu hyötyä. Seuraavaksi ajatustyö on kohdistettava siihen, miten nämä tärkeät asia julkistetaan ja esitetään siten, että hyöty pysyy edelleen yhtä suurena.

4.3.3 Esitteen tiedon laatu

Sijoittajaviestinnässä tiedon laadun voidaan siis sanoa korvaavan tiedon määrän. Kaikille yhtiöille yhteiset määrälliset vaatimukset löytyvät lain säännöksistä, mutta tiedon tai esitteen laadullisesta sisällöstä ei mainita juuri mitään. AML:n esitteen sisältöä koskevassa 3a §:ssä mainitaan, että tiedon tulee olla johdonmukaista ja helposti ymmärrettävää. Asiantuntijat ovatkin sitä mieltä, että lainsäädännön kehittämässä tulisi huomio kiinnittää tiedotteiden laadulliseen sisältöön¹¹³. Syvennyttäisiin siis pohtimaan sitä, miten vaadittavat riittävät ja olennaiset tiedot tulisi esittää.

Pelkkä tiedon lisääminen ei välttämättä paranna sijoittamisen tulosta. Mikäli julkistettu tieto on laadultaan alhainen, sen hyödynnettävyys on myös alhainen. Tämä johtuu siitä, että tiedon laadun ollessa parempaa yhä useampi taho pystyy sitä hyödyntämään ja näin vähennetään myös sijoittajien eriarvoisuutta sijoitustilan-

¹¹³ Huovinen 2004, s. 200.

teessa.¹¹⁴ Ulkomaisten yhtiöiden on sanottu laativan esitteitään perinpohjaisemmin kuin suomalaisten yhtiöiden, jotka kertovat asioistaan ja tulevaisuuden suunnitelmistaan hyvin pintapuolisesti.¹¹⁵ Sijoittajaa kiinnostavat yhtiöön liittyvät numeeriset tiedot, mutta sijoittajalle usein tärkeämpää on yhtiön ns. sanallinen viestintä¹¹⁶. Pelkkien lukujen esittäminen saattaa riittää yhtiöön hyvin perehtyneelle, mutta talousinformaatioon tottumaton taas voi tarvita numeroiden ja käsitteiden avaamista¹¹⁷. Tästä syystä yhtiön tulee esitteen yhteydessä laatia sijoitustarina eli company story, jossa kerrotaan tapahtumat lukujen takana ja perustelut miksi juuri tähän yhtiöön kannattaa sijoittaa.¹¹⁸ Laki ei tähän velvoita, mutta etenkin yhtiön listautuessa yhtiötarina tulee muodostamaan yhtiön viestinnän punaisen langan, jota hiotaan aina sen mukaan kun yhtiö kehittyy ja muuttuu.

Yhtiön tunnuslukuja tarvitaan yhtiötarinan tueksi, joten pelkän yhtiön oman tarinan varaan sijoituspäätöstä on hankala perustaa. Sijoittajan epävarmuus kasvaa tilanteissa, joissa yhtiö on hyvin nuori, eikä luotettavia tunnuslukuja pystytä vielä muodostamaan. Tällaisessa tilanteessa sijoittaja joutuu rakentamaan sijoituspäätöksensä yhtiön laatiman kertomuksen varaan.¹¹⁹ Yhtiö siis tarvitsee sijoittajien luotettavuuden saavuttamiseksi ja kiinnostuksen herättämiseksi sekä numeroihin perustuvaa tietoa että yhtiön verbaalista viestintää eli oman yhtiötarinan. Sijoittajaa kiinnostaa, miten jokin tulos on syntynyt ja myös miltä saman tuloksen odotetaan näyttävän tulevaisuudessa.

¹¹⁴ Huovinen 2004, s. 397.

¹¹⁵ Ranta-aho 2000.

¹¹⁶ Poikolainen 1996, s. 88.

¹¹⁷ Roine 2001, s. 22.

¹¹⁸ Roine 2001, s. 64–65.

¹¹⁹ Ranta-aho 2000.

Esitteiden ongelmaksi koetaan se, että esitteestä ja sen laadusta on vastuussa vain yhtiö itse. Mikään ulkopuolinen taho, kuten esimerkiksi Rata tai yhtiön tilintarkastajat eivät ota kantaa esitteen sisällön oikeellisuuteen tai realistisuuteen. Heidän tehtävänsä on varmistaa se, että esite sisältää tietoa riittävästi. Joidenkin asiantuntijoiden mielestä olisi mahdollista, että tilintarkastajien vastuuta tässä asiassa voisi lisätä. Tilintarkastajat voisivat ottaa kantaa siihen, millaisen kokonaiskuvan esite antaa yhtiöstä ja kuinka totuudenmukainen luotu kuva on.¹²⁰ Toiset asiantuntijat ovat taas sitä mieltä, että tilintarkastajien on mahdotonta antaa lausuntoja koskien yhtiöiden esitteitä ja ottaa kantaa esimerkiksi yhtiöiden tulevaisuuden näkymiin. Heidän tietämyksensä yhtiön asioista ovat rajalliset ja päätöksenteosta vastuussa ovat vain yhtiön johdossa olevat, jotka voivat monestakin eri syystä epäonnistua päätöksenteossaan.¹²¹

4.4 Sijoittajan huolellisuus

Vaikka sijoittajaviestinnän vastuullisena tehtävänä on huolehtia sijoittajien tarjolla olevan riittävän ja laadukkaan tiedon määrästä, ei vastuuta ole kuitenkaan kokonaan langetettu yhtiön viestijän harteille. Sijoittajalla on myös velvollisuus tutustua huolella annettuun tietoon ja osoittaa ymmärrystä arvopaperimarkkinoilla tapahtuvalle toiminnalle.

¹²⁰ Ranta-aho 2000.

¹²¹ Taloussanomien 2000.

Arvopaperin tarjoaja tai tämän asiamies on varmistunut tiedonantovelvollisuutensa täyttämistä asettamalla tiedot sijoittajien saataville merkintä- tai myyntipaikalle tai lähettämällä tiedot sijoittajalle taikka muutoin pitämällä tiedot sijoittajan saatavilla.¹²² Vastuu sijoittajan perehtymisestä esitettyihin tietoihin puolestaan on sijoittajalla itsellään.¹²³ Ratan standardin mukaan olennaisen asiavirheen toteamiseen esitteessä vaikuttaa se, kuinka huolellinen sijoittaja on ollut esitteeseen perehtyessään.¹²⁴

Huolellisen sijoittajan määritelmää ei ole laissa tarkennettu ja se onkin synnyttänyt ristiriitatilanteita sopimusosapuolten välillä arvopaperimarkkinoilla. Hankaluuksia aiheuttavat tapaukset, joissa sijoittaja väittää, ettei hänelle ole annettu tarpeeksi informaatiota.¹²⁵ Vaikka usein pystyttäisiinkin osoittamaan, että riittävät tiedot arvopapereista on annettu, sijoittaja saattaa kuitenkin tuntea itsensä harhaanjohtetuksi. Tämänlaisia tilanteita yritetään juuri lainsäädännöllä välttää, sillä sijoittajan tulisi aina luottaa siihen, että esitteitä laadittaessa ensisijaista on juuri sijoittajan etu. Myöskään esitteen laatijan huolellisuutta ja totuudenmukaisuutta ei voida liikaksi korostaa, sillä arvopaperimarkkinoiden toiminnan kannalta perusedellytyksenä on sijoittajien luottamus heille annettuun tietoon.

Esitteessä olevat tiedot on siis esitettävä, jotta sijoittaja pystyisi muodostamaan perustellun arvion arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Lain esitöiden mukaan perustellulla arviolla viitataan valistuneen sijoittajan käsitykseen esitteessä vaadit-

¹²² HE 157/1988, AML 2:2§:n yksityiskohtaiset perustelut.

¹²³ Karjalainen – Parkkonen 2004, s. 68.

¹²⁴ Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s. 35.

¹²⁵ Hoppu 2004, s. 334.

tavista asioista¹²⁶. Rahoitustarkastus on myös omalta osaltaan auttanut huolellisen sijoittajan määrittelyä ja on listannut kaksi ominaisuutta, jotka voidaan yhdistää huolelliseen sijoittajaan. Ensimmäiseksi oletetaan, että sijoittajalla on kohtuullinen ymmärrys liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta. Toiseksi häneltä odotetaan valmiutta perehtyä huolella annettuihin tietoihin. Huolellisuutta arvioitaessa on myös huomioitava ammattimaisilta sijoittajilta vaadittava parempi yleistietämys verrattuna tavalliseen yleisöön.¹²⁷ Huolellista sijoittajaa on kuvattu muun muassa termeillä ”keskimääräisen valveutunut sijoittaja” ja ”asiantunteva sijoittaja”.¹²⁸ Sijoittajan selonottovelvollisuuden ja huolellisuuden arvioiminen onkin käytävä läpi aina tapauskohtaisesti.

¹²⁶ HE 318/1992, s. 16.

¹²⁷ Ratan Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto -standardi (5.2a), s. 36.

¹²⁸ Astola 1990, s. 185.

5. ESITTEEN SIJOITTAJAVIESTINNÄLLISET MARKKINOINTIMAHDOLLISUUDET

5.1 Markkinoinnin suhde tiedonantovelvollisuuteen

Markkinointioikeudella on huomattavasti pidemmät perinteet kuin nuorella arvo-paperioikeudella. Markkinointioikeudellisessa lainsäädännössä on tavallisesti sen muotoutumisesta lähtien käytetty yleislausekkeita, jotka tuovat lainsäädäntöön tarpeellista joustavuutta. Yleislausekkeiden perusominaisuus on niiden sisällöllinen vaihtelevuus, ilman lain muuttamista. Sisältö voi vaihdella esimerkiksi yhteiskunnallisten arvostusten ja liiketoimintaympäristön muuttuessa.¹²⁹

Yleislausekkeiden lisäksi markkinointioikeudessa säädetään yleensä kiellosta antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tätä kielloa sovelletaan, kun markkinoija on markkinoidessaan esittänyt epätosia väitteitä ilman tiedonantoon erikseen velvoittavaa normia. Säännös tulee sovellettavaksi myös niissä tilanteissa, joissa markkinoijaa sitoo tietty tiedonantovelvoite. Esimerkiksi AML velvoittaa yhtiöitä tietojen antoon erilaisissa tilanteissa. Näihin velvoitteisiin ei erikseen sisälly kieltävää säännöstä totuudenvastaisten tietojen antamisesta, vaan tiedottamista arvioidaan näissä tilanteissa markkinointia koskevan yleislausekkeen perusteella.¹³⁰ AML:n markkinointi-käsitteen soveltaminen ei kuitenkaan aina ole yhtä yksiselitteistä ja sen soveltamiseen liittyy erityispiirteitä, joita tarkastelemme kappaleessa 5.4.

¹²⁹ Hoppu 2004, s. 103.

¹³⁰ Hoppu 2004, s. 137–138.

Markkinointia koskeva säännöstely rajoittuu AML:ssa yleislausekkeeseen, mutta tiedonantovelvollisuutta koskien laista löytyy hyvin yksityiskohtaista sääntelyä. Tiedonantovelvollisuutta koskevien normien tarkoituksena on taata, että sijoittajat saavat riittävät tiedot markkinoitavasta arvopaperista. Tähän yhtyy myös markkinointilainsäädännön tavoite. Tästä syystä tätä velvoitetta voidaan kutsua markkinaoikeudelliseksi tiedonantovelvollisuudeksi¹³¹.

5.2 Esitettä koskeva markkinointisäännös

Markkinointi arvopaperimarkkinoilla on toimintaa, jonka tarkoituksena on edistää arvopaperien myyntiä. Laki käyttää termiä arvopaperien markkinointi, eikä termiä arvopaperien myynti. Tästä johtuen edellytyksenä markkinointisäännöksen soveltamiselle ei ole tosiasiallinen arvopaperin kaupaksi saanti. Tärkeää on huomioida, että kyseinen säännös koskee nimestään huolimatta arvopaperien markkinoinnin lisäksi myös arvopaperien hankkimista.¹³²

Arvopaperimarkkinalain 2 luku 1 § sisältää yleislausekkeen koskien arvopaperien markkinointia, jonka mukaan yhtiö ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Yleislauseke vaikuttaa kaikkien AML:n tiedonantovelvollisuutta ja esitettä koskevien normien taustal-

¹³¹ Hoppu 2004, s. 135.

¹³² HE 157/1988, s. 25.

la¹³³. Markkinointisäännöstä sovelletaan vain elinkeinotoiminnassa tapahtuvaan toimintaan, jolla tarkoitetaan taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Markkinointisäännös koskee kaikkia AML:ssa mainittavia arvopapereita ja kaikkia arvopaperien markkinointiin osallistuvia.¹³⁴

Säännöksen 2 momentissa painotetaan, että tiedon, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Oikaisuvelvollisuus syntyy vain niissä tilanteissa, joissa tieto on ollut sijoittajan kannalta olennainen eli tiedon on täytynyt vaikuttaa sijoittajan sijoituspäätökseen.¹³⁵ Hallituksen esityksen¹³⁶ mukaan oikaisuvelvollisuus koskee kaikkia, jotka ovat olleet mukana arvopaperin markkinoinnissa.

Muilta osin AML:ssa ei ole markkinointia koskevaa lainsäädäntöä, lukuun ottamatta julkisen kaupankäynnin markkinointia koskevaa säännöstä¹³⁷. Tämä säännös ei koske arvopaperien markkinointia vaan liittyy kaupankäyntimenettelyn markkinointiin. Arvopaperien markkinointia ja markkinointimateriaalia koskien rahoitustarkastus on julkaissut standardin (2.2) rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinoinnista¹³⁸. Standardi antaa ohjeita kaikenlaiselle toiminnalle, jonka tarkoituksena on edistää rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden myyntiä eli ohjeet kohdistuvat täten markkinointitoimenpiteisiin. Tavoitteena on parantaa yhti-

¹³³ Astola 1990, s. 73.

¹³⁴ HE 157/1988, s. 24–25.

¹³⁵ Karjalainen ym. 2005, s. 52.

¹³⁶ HE 56/1998 koskien oikaisusäännöstä, s. 71.

¹³⁷ AML 3. luku 16 §.

¹³⁸ Standardi 2.2 kumoaa aikaisemman ohjeen (201.2) arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä. Standardi on tullut voimaan 1.10.2006.

öiden jakaman tiedon laatua ja edistää asiallisten markkinointitapojen kehittymistä. Standardin tarkoituksena on myös saada yhtiöt eli markkinoijat tunnistamaan oma vastuullisuutensa markkinoinnissa.¹³⁹

AML:n markkinointisäännöksen osalta tietoja arvioidaan sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta, jolloin merkitystä annetaan markkinoinnin kohderyhmälle. AML:n liikkeeseenlaskua koskevan tiedonantovelvollisuuden ja esitteen julkistamisen osalta kyse on taas valistuneen sijoittajan tiedoista.¹⁴⁰ Joidenkin asiantuntijoiden mukaan tätä voidaan pitää ongelmallisena, koska säännökset eroavat soveltamisalojen ja -tapojen suhteen toisistaan¹⁴¹. Toiset taas näkevät asian siten, että markkinointisäännös voidaan nähdä kaikkien AML:n tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten taustalla. Markkinointisäännöksen tarkoituksena on siis toimia yleislausekkeen tavoin ja täydentää muita säännöksiä. Lisäksi esitteen sisällöllisistä vaatimuksista on olemassa hyvin tarkat ja yksityiskohtaiset vaatimukset, joten riittävien tietojen arviointia koskevien tapausten voidaan olettaa jäävän vähäisiksi. Tästä syystä voidaan katsoa markkinointisäännöksen merkityksen jopa kasvaneen esitedirektiivin voimaantulon jälkeen ja asettaneen laajempia velvoitteita koskien esitteessä annettavia tietoja sekä niiden tarkkuuden että esittämistavan suhteen.¹⁴²

Esitteessä olevat tiedot voivat olla riittävät, mutta markkinointisäännös myös varmistaa niiden totuudellisuuden. Toisaalta taas tiedot voivat olla hyvän tavan vas-

¹³⁹ Ratan standardi 2.2, s. 6.

¹⁴⁰ HE 157/1988, s.25.

¹⁴¹ Huhtamäki 1994, s. 76–79.

¹⁴² Hidén 2002, s. 62–63.

taisia, mutta eivät riittäviä.¹⁴³ Säännösten toisiaan täydentävä vaikutus siis toimii. Mikäli esite sisältää kaikki lain vaatimat sisältöä koskevat tiedot, tällöin voidaan esitteen olettaa sisältävän myös riittävät tiedot. Tästä eteenpäin tietojen arviointi tapahtuu siis markkinointisäännöksen avulla, jolloin tietojen arviointi tapahtuu sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta.

Viime kädessä voidaan siis ajatella olevan kyse tapauskohtaisesti arvioitavasta hyvän tavan vastaisuudesta. Tästä syystä voidaan todeta, että yhtiön kannalta keskeisintä on riskitason esiin tuominen.¹⁴⁴

5.2.1 Totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto

Totuudenvastaisuudella tarkoitetaan vääriä tietoja, joiden todenperäisyys pystytään tarkistamaan. Totuudenvastaisen tiedon antamisella tarkoitetaan arvopapereihin liittyvän tiedon selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Totuudenmukainenkin tieto voi olla harhaanjohtava, mikäli jätetään kertomatta asian kannalta jokin tärkeä seikka. Harhaanjohtava tieto voi olla epäolennaisen seikan liiallista korostamista tai olennaisesta tiedosta vaikenemista. Harhaanjohtamisena pidetään myös markkinoinnin kohderyhmän johdattamista muodostamaan väärä käsitys tietyn asian merkityksestä.¹⁴⁵ Totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti, mutta tiedon harhaanjohtavuuden arviointi tehdään aina markkinoinnin kohteena olevan henkilön näkökulmasta.¹⁴⁶

¹⁴³ Hidén 2002, s. 63.

¹⁴⁴ Hidén 2002, s. 64–65.

¹⁴⁵ HE 157/1988, s. 25.

¹⁴⁶ Ratan standardi 2.2, s. 13.

Markkinaoikeuden ratkaisussa sopimattomasta ilmaisusta, vastaajana olevat vakuutusyhtiöt saivat syytteen harhaanjohtavasta markkinoinnista. Markkinaoikeuden mukaan vakuutusyhtiöiden julkaisema mainos ei sinänsä ollut totuudenvastainen. Mainoksen ei kuitenkaan todettu sisältävän kaikkea tarpeellista tietoa, jotta olisi välttytty väärinkäsityksiltä ja aiheuttamasta vahinkoa tapauksen toiselle osapuolelle.¹⁴⁷ Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikossäännöksen mukaan rangaistavuuden edellytyksenä ei ole se, että joku olisi tosiasiallisesti erehtynyt tai kärsinyt taloudellista vahinkoa esimerkiksi esitteessä olevan totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon takia. Rangaistuksen osoittamiseksi riittää, että annettu tieto on voinut antaa harhaanjohtavan käsityksen. Rangaistavaa on kuitenkin jo väärän eli totuudenvastaisen tiedon antaminen sinänsä.¹⁴⁸

Esitteessä olevat tiedot arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista ja niistä muodostetulla kokonaiskuvalla on markkinoinnin yhteydessä suurempi merkitys kuin muulla tiedottamisella. Mikä johtuu siitä, että muussa arvopaperitiedottamisessa voi olla kyse vain yksittäisen tapahtuman julkistamisesta.¹⁴⁹ Esitteen informaatiosisällön arviointiin vaikuttaa myös markkinoinnin kohderyhmä. Mikäli markkinointi on kohdistettu suurelle yleisölle, esitteen tietosisältöä tulee tällöin arvioida ankaremmin kuin esimerkiksi tilanteissa, joissa markkinointi on suunnattu vain ammattimaisille sijoittajille.¹⁵⁰

¹⁴⁷ MAO 116/03

¹⁴⁸ HE 254/1998, s. 33.

¹⁴⁹ HE 254/1998, s. 28–31.

¹⁵⁰ HE 157/1988, s. 25.

5.2.2 Hyvän tavan vastainen tai muuten sopimatonta menettely

Arvopapereiden markkinointi ja hankinta on myös lainvastaista, mikäli on käytetty hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Menettelystä ei kuitenkaan ole tarkempaa kuvausta laissa tai sen esitöissä. Hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä on esimerkiksi menettely, jossa huomio pyritään kiinnittämään ensisijaisesti muihin seikkoihin kuin itse arvopaperiin tai sen liikkeeseenlaskijaan. Tällaista menettelyä kuvaa tilanne, jossa myyntityöntekijänä käytetään arvopaperiin täysin liittymättömiä kylkiäistuotteita tai -palveluja. Toinen kiellettyä menettelytapaa kuvastava esimerkki liittyy arvopapereiden aggressiiviseen markkinointiin, jolloin sijoittajaa painostetaan nopeaan päätöksentekoon.¹⁵¹ Säännöksen soveltamisalaan liitettäviä menettelytapoja on täysin mahdollista listata etukäteen, tästä johtuen jokainen tilanne on tulkittava aina tapauskohtaisesti.

Etenkin esitteen osalta tällainen menettely on sopimatonta esitteen virallismateriaalisen luonteen takia. Vaikka esitteen laatiminen luetaan osaksi yhtiön markkinoinnillisia toimenpiteitä, esitteen rooli on kuitenkin hyvin asiallinen ja informatiivinen. Hyvän tavan vastaiseksi esitteen yhteydessä voidaan lukea jo pelkästään liikkeeseenlaskijan menettely, jossa käytetään arvopaperiannin yhteydessä samanaikaisesti muussa markkinoinnissa liikkeeseenlaskun markkinointiin sopimatonta markkinointimateriaalia¹⁵².

¹⁵¹ Karjalainen ym. 2005, s. 52–53.

¹⁵² Hoppu 2004, s. 166–167.

5.3 Liikkeeseenlaskun markkinointivaihe

Yhtiön liikkeeseenlasku sisältää erilaisia vaiheita. Etenkin listautumisprosessi on aikaa ja resursseja vievää ja vaatii eri vaiheiden huolellista suunnittelua. Yhtiön hakiessa arvopapereitaan julkisenkaupankäynnin kohteeksi, aluksi tarkastetaan yhtiön valmiudet tulla pörssiyhtiöksi. Tällöin kartoitetaan ja korjataan myös yhtiön viestinnällisiä valmiuksia, joiden tulee vastata tulevaisuuden uusia pörssiyhtiölle asetettuja haasteita. Valmisteluvaiheessa suunnitellaan myös julkistettavaa esitettä, jonka rakentaa yhtiön johto yhdessä pankin ja asianajotoimiston kanssa. Esitteen niin kuin muunkin markkinointimateriaalin suunnitteluun ja toteuttamiseen tarvitaan viestinnällistä näkökulmaa. Mikäli yhtiön johdolla tai muilla avainhenkilöillä ei ole tarpeeksi viestinnällistä tietotaitoa on hyvä kääntyä viestintä- tai mainostoitomiston puoleen.¹⁵³

Yhtiön valmisteluvaihetta seuraa markkinointivaihe, jolloin esite ja markkinointimateriaali ovat valmiita, tarkastettuja ja hyväksytyjä. Tämän jälkeen alkaa varsinainen arvopaperien myynti esitteen julkistamisella. Markkinointivaiheessa vastuu yhtiön esittelystä on itse yhtiöllä ja etenkin sen johdolla. Etenkin listautumisen yhteydessä yhtiöt rakentavat tunnettuutta ja kosiskelevat sijoittajia erilaisten markkinoinnillisten ja markkinointiviestinnällisten keinojen avulla, esimerkiksi organisoimalla erillisiä listautumismyöntikampanjoita tai järjestämällä ns. roadshow-kierroksia potentiaalisten sijoittajien luo.¹⁵⁴ Tässä vaiheessa herää kysymys esitteen roolista arvopapereita markkinoitaessa. Sijoittajaviestintää koskevasta kirjallisuudesta saadun käsityksen mukaan esite on laadittu vain laissa olevan esitteenteko-

¹⁵³ Mars ym. 2000, s. 107–111.

¹⁵⁴ Mars ym. 2000, s 112–113.

velvollisuuden sanelemana, eikä sen mahdollista hyödyntämistä markkinoinnillisiin tarkoituksiin ole huomioitu.

5.4 Esitteen markkinoinnillinen luonne

AML:n markkinointi-käsitteen soveltamiseen liittyvät vaikeudet johtuvat mm. arvopaperien erityisluonteesta hyödykkeinä. Syynä on myös se, että vaikeuksia aiheuttaa yhtiön tiedotusvelvollisuuden ja arvopaperien markkinoinnin erottaminen toisistaan. Markkinoinnin käsitettä ei ole määritelty lainsäädännössä, vain markkinointinormien esitöissä. Markkinointioikeudessa on useasti jouduttu ottamaan kantaa siihen, mikä toiminta on markkinointia ja mikä ei. Ratkaisukäytännön nojalla on syntynyt periaatteita, joiden pohjalta voidaan pohtia markkinoinnin käsitettä myös AML:n asettamassa merkityksessä.¹⁵⁵

Markkinoinnin käsitteen tulkintaa voidaan lähestyä, jaottelemalla yhtiön viestinnällisiä kohderyhmiä. Perinteisesti markkinoinnin kohderyhmänä ovat yhtiön asiakkaat, joihin liittyy yhtiön ajatus yhtiön markkinoinnista kaupallisena toimintana. Kun taas yhtiön tiedotusvelvollisuuden kohteena ovat esimerkiksi sijoittajat ja henkilöstö, jolloin asiakkaat jäävät sijoittajaviestinnän kohderyhmän ulkopuolelle. Arvopaperien markkinoinnin käsitteen tulkinta ei kuitenkaan ole näin yksiselitteinen, sillä arvopaperien markkinointia arvioitaessa kaikki tärkeät kohderyhmät ovat osa sijoittajaviestinnän kohderyhmää. Mikäli arvopaperien markkinointia tulkittaisiin perinteisen markkinoinnin kohderyhmäajattelun mukaan, suurin osa ar-

¹⁵⁵ Hoppu 2004, s. 155–156.

vopaperien markkinointiin liittyvästä toiminnasta jäisi AML: n 2 luvun 1 §:n sääntelyn ulkopuolelle.

Arvopaperien markkinoinnin kohdalla ei ole myöskään helppoa tehdä selkeää jaottelua kaupallisen ja ei-kaupallisen toiminnan välillä, johon taas perinteisen markkinoinnin käsitteen jaottelu perustuu. Esimerkiksi omistajille suunnatun viestinnän erottaminen kaupalliseksi tai ei-kaupalliseksi on lähes mahdotonta¹⁵⁶. Esitteen kohdalla AML:n 2 luvun 1 § tulee sovellettavaksi, sillä esitteen tarkoitus on edistää arvopaperien myyntiä ja täten esitteen julkistamisen voidaan todeta olevan markkinointia.

Esitteen yhteydessä käytetään termiä virallismateriaali, mikä kuvaa sen luonnetta ja roolia arvopaperimarkkinoilla tällä hetkellä. Esitteen eli virallismateriaalin todetaan olevan kaiken markkinointimateriaalin pohjatietona, eikä markkinoinnissa saa hämärtää esitteessä julkaistuja tietoja. Toisaalta on myös painotettu virallismateriaalin pitämistä erillään muusta markkinointimateriaalista, jotta yhtiön luotettavuus ja uskottavuus säilyisivät. Laissa määrätty virallismateriaali kuuluu sijoittajaviestintään ja on kohdistettu sijoittajille, kun taas muu markkinointimateriaali on ensisijaisesti yhtiön asiakkaille. Muun markkinointimateriaalin hyödyntäminen on usein yhtiön oman harkinnan varassa.¹⁵⁷

Yhtiöiden pörssitiedottaminen on ajoittain joutunut arvostelun kohteeksi ja pörssi on joutunut puuttumaan tiedottamiseen yhä enemmän. Yhtiöitä on syytetty liian

¹⁵⁶ Hoppu 2004, s. 156–157.

¹⁵⁷ Hoppu 2004, s. 164–165.

markkinointihenkisien pörssitiedotteiden julkistamisesta.¹⁵⁸ Yhtiöiden jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, samoin kuin esitteentekovelvollisuuteen voidaan liittää tietty virallisuuden ja kosiskelemattomuuden leima. Pörssitiedotteen ja esitteen molempien voidaan todeta kuuluvan osaksi yhtiön markkinointia, mutta niissä esitetty tieto ei saa olla markkinointihenkistä.

Esitettä hyödynnetään varsinaisiin ja perinteisiin markkinoinnillisiin tarkoituksiin mikäli kohderyhmänä ovat yksityissijoittajat ja markkinointiin kuuluu laaja mainoskampanja. Tällöin laaditaan markkinointiesite, joka on tiivistelmä varsinaisen esitteen asioista. Markkinointiesite on yleensä laadittu hieman kansanomaisempaan sävyyn.¹⁵⁹

¹⁵⁸ Roine 2001, s. 60.

¹⁵⁹ Mars ym. 2000, s. 113.

6. JOHTOPÄÄTÖKSET

Arvopaperimarkkinoilla tärkeintä on sijoittajien luottamuksen varmistaminen, jotta voidaan turvata yhtiöiden toiminta markkinoilla nyt ja tulevaisuudessa. Sijoittajien luottamus on yhtä kuin markkinoilla liikkuvan tiedon luotettavuus. Kaikki markkinoilla oleva tieto vaikuttaa sijoittajien toimintaan ja heidän rakentamaansa käsitykseen markkinoista ja siellä toimivista yhtiöistä. Arvopaperilainsäädäntö velvoittaa yhtiöitä tiedonantoon. Tiedottamista koskevat säännökset velvoittavat yhtiöitä julkistamaan riittävästi oleellista tietoa sijoittajien päätöksenteon tueksi. Yhtiöille jää kuitenkin paljon harkintavaltaa mahdollisen muun tiedon julkistamiseen. Laki ei myöskään ota kantaa julkistettavan tiedon laatuun eli yhtiön päätettäväksi jää, miten se haluaa tiedon esittää. Viestinnälliset ongelmat liittyvätkin tiedon laatuun ja luotettavuuteen, sillä laki sallii huononkin sijoittajaviestinnän.

Avoimen ja rehellisen viestinnän tulisi olla kaiken yhtiössä tapahtuvan tiedottamisen lähtökohtana, mikäli halutaan saavuttaa sijoittajien luottamus. Huonot uutiset tulisi julkistaa siinä missä hyvätkin uutiset, ilman peittelyä. Sijoittajille tärkeää on, että he voivat luottaa saamaansa tietoon kaikissa tilanteissa. Sijoittajaviestinnän huolellinen suunnittelu ja toteutus takaavat yhtiöille suuren kilpailuedun nyt ja tulevaisuudessa. Yhtiöiden henkisen pääoman arvostuksen on ennustettu kasvavan ohi yhtiön fyysisten resurssien arvostuksen. Hyvän yhtiökuvan ja maineen luominen on ensiarvoisen tärkeää tulevaisuuden sijoittajamarkkinoilla. Sijoittajaviestinnällä yhdessä yhtiön muun viestinnän kanssa pystytään ratkaisevasti vaikuttamaan yhtiön maineeseen markkinoilla.

Esitettä laadittaessa tulisi siis huomioida ensisijaisesti arvopaperista kiinnostuneen sijoittajan näkökulma. Lain ansiosta tämä näkökulma on hyvin huomioitu, koska se määrittää esitteeseen sisällytettävät riittävät ja oleelliset tiedot hyvin yksityiskohtaisesti. Yhtiön mahdollisuudeksi on kuitenkin jätetty sijoittajan näkökulman pohdinnan vieminen vielä pidemmälle. Juuri tässä piilee esitteen mahdollisuus. Otettaessa huomioon esitteen sisällön laadullinen ja sijoittajaystävällinen aspekti, siinä samassa ajetaan myös yhtiön omaa etua. Sijoittajaviestinnän ja esitteen tarkoituksena on saavuttaa sijoittajien luottamus ja tätä kautta saada aikaan yhtiöön kohdistuva positiivinen sijoituspäätös. Esite on suurimmassa osassa liikkeeseenlaskutapauksista pakko julkistaa, joten yhtiön edun mukaista on hyödyntää esitteen tarjoamat viestintämahdollisuudet parhaalla mahdollisella tavalla.

Esitteen rooli arvopaperi- ja sijoittajamarkkinoilla ei kuitenkaan ole yksiselitteinen. Nykyisten tiedonhaun keinoin esitteessä vaadittavista tiedoista suuri osa on löydettävistä myös esitteen ulkopuolelta. Vaikka esitteen suunnitteluun ja laatimiseen on yhtiönkin kannalta hyvin perusteltua käyttää paljon aikaa ja voimavaroja, koetaan se usein yhtiölle vain taakaksi, turhaksi ja liikaa resursseja vieväksi. Tämä voidaan havaita pelkästään arvopaperimarkkinoita ja sijoittajaviestintää koskevista kirjallisuudesta. Esitteen laatimista käsitellään usein vain yhtiön velvollisuutena ja puhuttaessa sijoittajaviestinnän välineistä esite mainitaan lyhyesti tai jopa sivuutetaan kokonaan. Esitteistä tai niiden roolista markkinoilla ei juurikaan olla kiinnostuneita. Ne koetaan vain osaksi pakollista tiedonantoa.

Esitteen tarpeellisuus sijoittajamarkkinoilla on kuitenkin ilmeinen eikä sen laatimisvelvollisuutta voida muuttaa. Ensinnäkin se kokoaa kaikki yhtiötä koskevat

tärkeät tiedot yhteen ja näin helpottaa sijoittajaviestinnän eri kohderyhmien tiedonkeruuprosessia. Toiseksi yhtiöistä ja niiden arvopapereista ovat kiinnostuneet hyvin monenlaiset ja tiedollisesti hyvin eriarvoisessa asemassa olevat tahot. Esite lisää markkinoiden puolueettomuutta ja näin parantaa arvopapereista kiinnostuneiden tiedollista samanarvoisuutta.

Sijoittajat käyvät yhä vaativammiksi yhtiöiden julkistaman tiedon suhteen. Yhtiöiden on esitettävä juuri oikea määrä tietoa, ei liikaa eikä liian vähän. Tärkeintä on ymmärtää sijoittajien tiedontarvetta ja ottaa huomioon sellaiset seikat, jotka vaikuttavat yhtiön arvoon ja arvostukseen. Median merkitystä sijoittajaviestinnän kohderyhmänä ei tule aliarvioida, koska tutkimuksien mukaan sijoittajien suosituimmat ja käytetyimmät tiedonsaantikanavat ovat sanomalehdet, tv ja internet. Vasta joukkoviestimien jälkeen sijoittajat ovat kiinnostuneita yhtiön omista tiedotteista ja kotisivuista. Mitä parempi kuva yhtiöstä annetaan mediassa, sitä suuremmalla todennäköisyydellä sijoittajien luottamus kasvaa ja kiinnostus herää myös esitettä kohtaan.

Kilpailu sijoittajien luottamuksen saavuttamisesta ja huomion herättämisestä kovenee alati kasvavilla arvopaperi- ja sijoittajamarkkinoilla. Esitteen tämän hetkisiä markkinoinnillisia mahdollisuuksia pohdittaessa tulokset ovat vaatimattomat. Vaikka esite luetaankin lain mukaan osaksi yhtiön markkinointia, esitteen luonne on hyvin virallinen ja asiallinen. Esitteen tarkoitus on lisätä markkinoihin kohdistuvaa luottamusta ja esitteessä oleva tieto kelpaakin vain pohjatiedoksi muulle markkinointimateriaalille. Markkinoinnin näkökulmasta esite voidaan siis luokitella ns. virallisuontoiseksi markkinointimateriaaliksi. Laki siis määrää esitteessä esi-

tettävien riittävien ja olennaisten tietojen minimivaatimuksen. Tiedot voidaan kuitenkin esittää eri tavoin. Julkistetun tiedon laatu voi olla hyvin eritasoista. Yleisesti sijoittajille tiedon hyvä laatu kuvastaa julkistetun tiedon käsittelemistä avoimesti, rehellisesti ja helposti ymmärrettävässä muodossa.

Talous- ja sijoittajaviestinnälle tyypillistä on yhtiöön liittyvien tietojen julkistaminen numeroiden tai lukujen muodossa. Sijoittajien näkökulmaa ajatellen tärkeää on myös numeeristen arvojen auki selittäminen. Sijoittajat ovat kiinnostuneita yhtiöstä myös lukujen osalta, mutta sijoittajalle usein tärkeämpää ovat tapahtumat lukujen taustalla. Erityisesti sijoittajia kiinnostaa yhtiön tulevaisuus. Sijoittajien riski kun liittyy juuri tulevaisuuden tuotto-odotuksiin. Sijoittajien kiinnostuksen kohteet liittyvät siis yhtiön yhtiötarinan sisältöön. Company storyn laatimista voidaan pitää suositeltavana jokaiselle arvopapereiden avulla rahoitusta hakevalle, yhtiön koosta tai kehitysvaiheesta riippumatta. Siitä huolimatta, että tietoa on markkinoilla paljon, sijoittajat haluaisivat yhtiöiden panostavan vielä lisää yhtiöiden verbaaliseen viestintään.

Lainsäädännöstä ei aina löydy vastausta siihen, pitääkö tiedottaa vai ei. Sijoittajien luottamusta tavoittelevan yhtiön kannattaa kuitenkin aina tiedottaa. Vastausta siihen, miten yhtiön tulee viestiä, ei myöskään ole löydettävissä laista. Sijoittajien huomion ja kiinnostuksen herättää yhtiö, joka pohtii tiedonantoa juuri sijoittajien näkökulmasta. Esitteen mahdollisuus liittyy siis sijoittajien tiedontarpeen tyydyttämiseen tavalla, jossa esitteenlaatija asettuu sijoittajan asemaan ja laatii esitteen sijoittajan silmin.

LÄHTEET

Arvopaperimarkkinalaki (495/1989).

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

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

Greenspan, Alan (2000). Ote puheesta Harvardin yliopistossa kesäkuussa 2000. Financial Times 4.12.2000. Mastering Management-liite.

HE 157/1988 Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 318/1992 Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1992/19920318>>.

HE 254/1998 Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Saatavissa Internetistä: <URL:<http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/1998/19980254>>.

HE 38/2005 Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/esitykset/he/2005/20050038>>.

Hidén, Paulus (2002). Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus.

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

Huhtamäki, Ari (1994). Hyvästä tavasta arvopaperiemissiota liikkeellelaskettaessa. Teoksessa Hyvän tavan vastaisuudesta (toim. Ari Saarnilehto). Turku: Turun Yliopisto.

Huovinen, Sakari (2004). Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Häyrynen, Janne (2006). Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Helsinki: Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Häyrynen, Janne & Kurenmaa, Tero (2006). Arvopaperimarkkinarikokset. Helsinki: Edita Prima Oy.

Inforviestintä. Sijoittajaviestintä barometri 2000. Mistä kanavista sijoittajat saavat sijoittajainformaatiota.

Jokela, Minna (2005). Tutkimus/maturiteettikirjoitus. Yhtiön tiedonantovelvollisuus ja esitevastuu listautumisen yhteydessä. Edita Publishing. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.edilex.fi.metadata/2536/pdf>>.

Kallunki, Juha-Pekka & Martikainen, Minna & Niemelä, Jaakko (2007). Ammattimainen sijoittaminen. 5. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Kariola, Raija & Niemelä, Jaakko & Angervuo, Hannu (2004). Yritys sijoittajamarkkinoilla -sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet. Helsinki: WSOY.

Karjalainen, Jarkko & Parkkonen, Jarmo (2004). Arvopaperimarkkinalaki. 2. painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Karjalainen, Jarkko & Laurila, Olli & Parkkonen, Jarmo (2005). Arvopaperimarkkinalaki. 3. uudistettu painos. Helsinki: Talentum Media Oy.

Komission esiteasetus (EY) N:o 809/2004. EUVL 215 (16.6.2004). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta, esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta. Saatavissa Internetistä: <URL: http://europa.eu.int/eurlex/lex/LexUriServ/site/fi/oj/2005/l_186/l_18620050718fi00030104.pdf>.

Komiteamietintö 1987:44. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö: Arvopaperi-markkinalaki. Suunnatut annit.

Mars, Minna & Virtanen, Marjatta & Virtanen, Olli V (2000). Sijoittajaviestintä strategisena työkaluna. Helsinki: Oy Edita Ab.

Mustonen, Antti (2007). Epävarmuus lisännyt pankkitilin arvostusta. Kauppalehti 20.11.2007. Pörssi

Nokian yhteiskuntavastuureportti (2006). Lyhennelmä englanninkielisestä raportista. Saatavissa Internetistä: <URL: http://www.nokia.fi/NOKIA_FINLAND_50/Nokia/Corporate_Responsibility/CR_Reports/Nokia_CR_Report_2006-FIN.pdf>.

Petri Sahlströmin virkaanastujaisesitelmä (27.1.2004). Yrityksen arvonmäärityksen haasteet nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla. Vaasan Yliopiston tiedote. Saatavissa Internetistä: <URL: http://lipas.uwasa.fi/tiedotus/tiedotteet04/tamm_9.html>.

Poikolainen, Kirsi (1996). Sijoittajaviestintä. Miten yritys varmistaa markkinoiden luottamuksen ja menestyy. Helsinki: Grey Eminence Oy.

Rahoitustarkastuksen julkaisu (2005). Tietopaketti Esitedirektiivin mukaisesta esitteestä. Markkinavalvonta. Saatavana Internetistä: <URL: <http://www.rahoit>

ustarkastus.fi/NR/rdonlyres/4F2A05F8-6158-4373-BA83-04E9004F7971/0/Tietopaketti.pdf>.

Rahoitustarkastuksen määräykset ja ohjeet. Standardi 5.2a. Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto. dnro. 6/120/2004. Saatavana Internetistä: <URL: <http://www.rahoitustarkastus.fi/NR/rdonlyres/1C4D0759-7058-497E-9BB0-E16D38731AC7/0/52astd1.pdf>>.

Rahoitustarkastuksen määräykset ja ohjeet. Standardi 2.2. Rahoituspalveluiden ja rahoitusvälineiden markkinointi. Dnro 7/120/2006. Saatavana Internetistä: <URL: <http://www.rata.bof.fi/NR/rdonlyres/F90394D0-1A63-43EB-9488-9D22BFE09745/0/22std1.pdf>>.

Ranta-Aho, Helena (2000). Suunta kohti hyvää osaketta. Taloussanomat 22.7.2000. Pörssi ja raha. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.taloussanomat.fi/arkisto/2000/07/22/Suunta+kohti+hyv%E4%E4+osaketta/200032846/382>>.

Roine, Sirkka-Liisa (2001). Talousviestintä. Helsinki: Inforviestintä Oy.

Suomen Pörssisäätiö. Kotitalouksien säästämistutkimus 2006. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.porssisaatio.fi/files/1553-Kotalouksiensaastamistutkimus2006.PDF>>.

Taloussanomat (2000). Tilintarkastajat vastaan sijoittajat. Taloussanomat 26.4.2000.

Pörssi ja raha. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.taloussanomat.fi/arkisto/2000/04/26/Tilintarkastajat+vastaan+sijoittajat/200027999/382>>.

Timonen, Pekka (1997). Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Helsinki: Kauppa-
kaari Oy.

Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 2 luvussa tarkoitetusta esitteestä (452/2005). Annettu Helsingissä 23 päivänä kesäkuuta 2005. Saatavana Internetistä: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2005/20050452>>.

Valtiovarainministeriön asetus (818/2007) eräistä arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 a §:ssä ja kiinteistörahastolain 22 §:ssä tarkoitetuista esitteistä. Annettu Helsingissä 20. päivänä elokuuta 2007. Saatavana Internetistä: <URL: <http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2007/20070818>>.

Vartiainen, Saara (2007). Tieto saa kuluttajat ylireagoimaan. Taloussanomat 21.8.2007. Oma talous. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.taloussanomat.fi/omatalous/2007/08/21/Tieto+saa+sijoittajan+ylireagoimaan/200720232/322>>.

Watkins, Emmi (2002). Sijoitusmessuilla: Osakemarkkinat ovat itsekorjautuvat. Pörssisäätiö 8.11.2002. Artikkelit: Ihmiset. Saatavissa Internetistä: <URL: <http://www.porssisaatio.fi/default.aspx?path=4;160;185&id=568>>.

Ylä-Liedenoja, Jouko (2000). Nokian kurssireaktio täysin rationaalinen. Helsingin Sanomat 3.8.2000. Mielpidesivut.

Oikeuskäytäntö

Markkinaoikeuden päätös	2003:129
Markkinaoikeuden päätös	2004:50
Markkinaoikeuden päätös	2003:116