



Vaasan yliopisto  
UNIVERSITY OF VAASA

Kerttu Alanen

**Tiedonantopolitiikka sijoittajaviestinnän  
määrittäjänä**

Laskentatoimen ja rahoituksen  
akateeminen yksikkö  
Talousoikeuden pro gradu  
Talousoikeuden  
maisteriohjelma

Vaasa 2025

---

**VAASAN YLIOPISTO****Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

<b>Tekijä:</b>	Kerttu Alanen		
<b>Tutkielman nimi:</b>	Tiedonantopolitiikka sijoittajaviestinnän määrittäjänä		
<b>Tutkinto:</b>	Kauppatieteiden maisteri		
<b>Oppiaine:</b>	Talousoikeuden maisteriohjelma		
<b>Työn ohjaaja:</b>	Vesa Annola		
<b>Valmistumisvuosi:</b>	2025	<b>Sivumäärä:</b>	70

---

**TIIVISTELMÄ:**

Pro gradu käsittelee pörssiyhtiöiden sijoittajaviestintää lähestyen aihetta tiedonantopolitiikan ja hyvän arvopaperimarkkinatavan kautta. Tutkielmassa tarkoituksena on ensinnäkin tarkastella, millainen tehtävä on julkisesti noteerattujen yhtiöiden tiedonantopolitiikalla näiden sijoittajaviestinnässä. Toisekseen tutkielmassa pyritään selvittämään, millaisia muita hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia käytäntöjä on olemassa sijoittajaviestinnän näkökulmasta. Tutkielmalle asetetut tavoitteet pyritään saavuttamaan käyttäen lainopillista metodologiaa. Koska tutkielma on aiheeltaan ensi sijassa arvopaperimarkkinaoikeudellinen, toimivat pääasiallisina lähteinä oikeuslähteet kyseiseltä oikeudenalalta. Valitun näkökulman johdosta lähteenä hyödynnetään erityisesti itsesääntelyä. Lisäksi tutkielmassa tarkastelun kohteena ovat myös muiden muassa oikeustapa KKO:2024:25 sekä julkistetut tiedonantopolitiikat.

Tutkielma käsittää kuusi päälukua, joista viimeiseen on koottu yhteenveto tutkielman pohjalta. Yhteenveto sisältää tiedonantopolitiikkaa ja hyvää arvopaperimarkkinatavaa koskevia huomioita, joiden lisäksi esitetään muita tutkielman teon yhteydessä tehtyjä havaintoja. Tiedonantopolitiikasta keskeisimmät huomiot koskevat tämän tehtäviä, velvoittavuutta ja muotoa. Hyvän arvopaperimarkkinatavan osalta puolestaan tuodaan esiin sen määrittävyys verrattuna muuhun tapakäytäntöön ja pohditaan tulkintaan liittyviä kysymyksiä. Muita havaintoja on tehty esimerkiksi sijoittajainformaatiota koskien. Toisissa pääluvuissa tarkastellaan muiden muassa tiedon ja tietojen antamisen merkitystä arvopaperimarkkinoilla sekä tähän liittyvää lainsäädäntöä. Muissa luvuissa tarkasteltavana ovat myös hyvä arvopaperimarkkinatapa ja tätä määrittävät oikeuslähteet sekä tiedonantopolitiikka ja sijoittajaviestintä yleisemmin.

---

**AVAINSANAT:** arvopaperimarkkinalaki, arvopaperimarkkinat, informaatio, pörssiyhtiöt, sijoittajaviestintä, tiedonantovelvollisuus

## Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen kohde	6
1.2	Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet	9
1.3	Tutkimusmetodista ja tutkielmassa hyödynnettävistä lähteistä	10
1.4	Tutkielman rakenteesta	11
2	Sijoittajaviestinnästä arvopaperimarkkinoilla	13
2.1	Lähtökohtia arvopaperimarkkinoiden toiminnalle	13
2.1.1	Markkinatehokkuus	13
2.1.2	Tiedon tyypittelyä ja vaatimukset tiedonannolle	15
2.1.3	Tiedon käyttäjät ja tiedonsaantitarpeet	18
2.1.4	Tiedon julkistaminen ja tiedottaminen	20
2.2	Sijoittajaviestinnän sääntely arvopaperimarkkinoilla	23
2.2.1	Tiedonantoa koskevat tiedonantovelvollisuudet	23
2.2.2	Muu sijoittajaviestintää koskeva sääntely	27
3	Tiedonantopolitiikka osana hyvää arvopaperimarkkinatapaa	29
3.1	Itsesääntelyn tehtävästä arvopaperimarkkinaoikeudessa	29
3.2	Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta	31
3.2.1	Hyvän arvopaperimarkkinatavan määrittelystä	31
3.2.2	Itsesääntelynormien sisältöä	32
3.2.3	Oikeuskäytäntö	36
3.2.4	Periaatteet	37
4	Tiedonantopolitiikka määrittämässä tiedonantoa	38
4.1	Yleisesti tiedonantopolitiikasta	38
4.2	Yhtiöiden tiedonantopolitiikat	40
4.3	Tiedonantopolitiikan oikeudellinen vaikutus	41
5	Tiedonantopolitiikka ja sijoittajaviestintä	44
5.1	Sijoittajaviestinnästä ja sijoittajasuhteista	44
5.2	Sijoittajaviestinnän kehitystä	47

5.3	Sijoittajaviestinnän asemointia	48
5.3.1	Sijoittajaviestintä ja muu yritysviestintä	48
5.3.2	Sijoittajaviestintä ja tiedonantovelvollisuudet	49
5.3.3	Sijoittajaviestintä ja kestävyysraportointi	52
5.3.4	Sijoittajaviestintä ja vastuullisuusviestintä	54
6	Yhteenveto	58
6.1	Tiedonantopolitiikasta	58
6.2	Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta	60
6.3	Muita havaintoja	64
	Lähteet	67

## **Kuviot**

Kuvio 1 Arvopaperimarkkinalain mukaisen tiedonantovelvollisuuden, sijoittajaviestinnän ja sijoittajasuhdetoiminnan suhteista 50

## **Taulukot**

Taulukko 1 Tiedonantovelvollisuuden, sijoittajaviestinnän sekä sijoittajasuhdetoiminnan ulottuvuudet ja ilmentymät 52

## **Lyhenteet**

AML	Arvopaperimarkkinalaki
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive
ESRS	European Sustainability Reporting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IR	Investor Relations
NFRD	Non-Financial Reporting Directive
PR	Public Relations
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation

## **Oikeustapausluettelo**

KKO:2024:25

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkimuksen kohde

Informaation sijoittuminen arvopaperimarkkinaoikeuden ydinalueelle ilmentyy jo pelkästään sen oikeusalakohtaisissa yleisissä periaatteissa, joista kaksi kolmesta kohdistuu tietoon. *Hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen toiminnan kiellon* ohella yleisiä arvopaperimarkkinaoikeudellisia oikeusperiaatteita ovat *totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen kieltö* sekä *riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla*.<sup>1</sup> Arvopaperimarkkinoiden toiminta onkin riippuvainen informaatiosta, sillä markkinoille julkistettavaa informaatiota analysoimalla sekä laskennallisia malleja hyödyntäen tapahtuu arvopaperien arvonmuodostus<sup>2</sup>. Informaation merkittävän tehtävän takia arvopaperimarkkinaoikeus keskittyykin oikeudenalana tarkastelemaan paljolti informaatiota koskevaa sääntelyä<sup>3</sup>.

Keskeisenä keinona hallita informaatiota arvopaperimarkkinoilla toimii liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuus, jonka pääasialliset muodot ovat *säännöllinen tiedonantovelvollisuus* sekä *jatkuva tiedonantovelvollisuus*. Näiden lisäksi on olemassa *erityisiä tiedonantovelvollisuuksia*.<sup>4</sup> Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla listattujen yhtiöiden tulee julkaista tilinpäätöstiedote tilinpäätöksineen, toimintakertomuksineen ja samanaikaisesti toimitettavine selvityksineen. Sen lisäksi yhtiöiden tulee julkistaa puolivuositainen katsaus<sup>5</sup>. Jatkuva tiedonantovelvollisuus sen sijaan velvoittaa julkistamaan viivytyksettä sellaiset tiedot, joilla katsotaan olevan ”oletettu huomattava hintavaikutus” arvopaperin hinnoitteluun markkinoilla<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20–24

<sup>2</sup> Annola 2005: 27; Vaattovaara 2015: 23; Virtanen 2010: 26

<sup>3</sup> Annola 2005: 27, 59

<sup>4</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 143; 14.12/2012/746

<sup>5</sup> Kanervon ja Knutsin mukaan aikaisemmin osavuositarkastus tuli toimittaa kustakin neljännesvuodesta, mutta vuodesta 2015 tähän ei ole enää ollut veloitetta. Yhtiöt kuitenkin edelleen saavat toimittaa osavuositarkastuksen halutessaan neljännesvuosittain. Kanervo & Knuts 2004–

<sup>6</sup> Kanervo & Knuts 2004–; Knuts & Parkkonen 2014: 143–153; 14.12.2012/746

Markkinoilla esiintyy kuitenkin myös sellaista informaatiota, jolla saattaa olla sijoittajan näkökulmasta informaatioarvoa <sup>7</sup> mutta jolla ei ole tiedonantovelvollisuuden edellyttämää olennaista merkitystä arvonmuodostuksen kannalta. Virtasen teoksen mukaan *sijoittajainformaatio* voi olla kyse myös sellaisesta informaatiosta, jota yhtiöt julkistavat arvopaperimarkkinain velvoittamien vähimmäistietojen lisäksi. Näin ollen sijoittajainformaation voi katsoa kattavan käsitteenä sekä *säännellyt tiedot* että muunlaisen julkistettavan, sijoittajille hyödyllisen informaation. <sup>8</sup> Tiedottamiseen liittyvinä käytänteinä tämä ilmenee siten, että tiedonantovelvollisuuden perusteella julkaistava informaatio julkaistaan pörssitiedotteena, kun taas muunlaisen tiedon julkistaminen voi tapahtua lehdistötiedottein<sup>9</sup>. Sijoittajaviestinnässä on yleisesti kyse yhtiön markkinatoimijoille osoittamasta yritysviestinnästä, jolla pyritään tarjoamaan tietoa yhtiön liiketoiminnasta ja yhtiöstä sijoituskohteena<sup>10</sup>.

Riskeistä sekä riskienhallinnasta raportoiminen on saanut entistä enemmän huomiota sijoittajaviestinnässä muiden muassa koetun finanssikriisin seurauksena<sup>11</sup>. Sijoittajat saattavat tehdä sijoituspäätöksiään arvioiden taloudellisen informaation ohella myös esimerkiksi hallinnoinnin ja yritysvastuun tasoa, koska näillä nähdään olevan vaikutusta taloudelliseen suoriutumiskykyyn, vaikkakaan ei ole muodostunut selvää konsensusta näiden painoarvosta arvoa määritettäessä <sup>12</sup>. On kyse kestävyysriskeistä, joiden realisoitumista arvioidaan kestävyystietojen eli *ESG-perusteisen yritysinformaation*<sup>13</sup> perusteella. Yritysvastuu näyttäytyy sijoittajille hyvänä riskienhallintana <sup>14</sup>. Vaihtoehtoinen lähestymistapa kestävyystietojen hyödyntämiseen on arvioida, miten liiketoiminta asettuu liiketoimintaympäristöönsä huomioiden kestävyystekijät ja

---

<sup>7</sup> Esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistys toteaa lehdistötiedottein julkaistavalla asiasisällöllä olevan "uutisarvoa". Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 6

<sup>8</sup> Virtanen 2010: 31, 118

<sup>9</sup> Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 107–108; Westrén-Doll 2023

<sup>10</sup> Hirsto & Koskela 2021: 94; Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 104; Pesonen 2012: 87

<sup>11</sup> Virtanen 2010: 234

<sup>12</sup> Virtanen 2010: 26; Juutinen 2016: 94

<sup>13</sup> Kaisanlahti käyttää kestävyysraportointidirektiiviä käsittelevässä artikkelissaan kestävyystiedoista myös käsitettä *ESG-perusteinen yritysinformaatio*. Kaisanlahti 2021

<sup>14</sup> Juutinen 2016: 242

kestävyyden mahdollisesti tarjoamia ”liiketoimintamahdollisuuksia”<sup>15</sup>. Sen lisäksi että sijoittajaviestinnällä pyritään saavuttamaan sijoittajien luottamus, on toiseksi tavoitteeksi tämän rinnalle tullut legitimizeetti, jolloin sijoittajaviestinnän kautta pyritään lisäksi tavoittelemaan yleistä hyväksyttävyyttä yhtiön toiminnalle<sup>16</sup>.

Tiedonantopolitiikka on yksi tekijöistä, joka edistää yhtiön toiminnan läpinäkyvyyttä sijoittajien näkökulmasta<sup>17</sup>. Tiedonantopolitiikalla viitataan kirjalliseen esitykseen, joka pörssi-yhtiöiden on toimitettava koskien heidän noudattamia toimintatapoja tietojen antamisessa ja muussa sijoittajaviestinnässä<sup>18</sup>. Laajemmassa merkityksessä siinä on kyse myös näiden toimintatapojen täytäntöönpanosta ja noudattamisesta, minkä takia tiedonantopolitiikka voidaan katsoa osaksi yhtiöiden sisäisen valvonnan kontrolleja<sup>19</sup>. Sen lisäksi että tiedonantopolitiikka tekee mahdolliseksi tutustua yhtiön tiedonantoon liittyviin periaatteisiin tarjoten näin tietoa sijoittajille, on sen tehtävänä pyrkiä tekemään yhtiön tiedonannosta yhdenmukaisempaa<sup>20</sup>. Lisäksi tiedonantopolitiikka – sekä yleisemmin yhtiön tiedottamisessaan noudattamat käytännöt – saattaa merkitä myös oikeudellisesti<sup>21</sup>.

Finanssivalvonta on tuonut loppuvuonna 2023 artikkelissaan tiedonantopolitiikan esiin yhtenä ”hyvänä käytänteenä” yhtiöiden pitäessä yhteyttä analyytikoihin<sup>22</sup>. Vaikka aikaisemmin tiedonantopolitiikkaa koskeva ohjeistus on ollut luonteeltaan suositus, velvoitetaan sen laatimiseen nykyään Pörssin säännöissä tehden siitä näin ollen osan arvopaperimarkkinaoikeudellista itsesääntelyä<sup>23</sup>. Tässä tutkielmassa tarkastelun kohteena on pörssi-yhtiöiden tiedonantopolitiikka ja sen tehtävä sijoittajaviestinnässä.

---

<sup>15</sup> Hirsto & Koskela 2021: 96; Juutinen 2016: 95

<sup>16</sup> Kuronen 2016: 43

<sup>17</sup> Kuronen 2016: 48

<sup>18</sup> Virtanen 2010: 96, 111; Häyrynen & Kajala 2013: 631–632

<sup>19</sup> Kuronen 2016: 51; Finanssivalvonta 2023; Häyrynen & Kajala 2013: 631–632

<sup>20</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 1; Kuronen 2016: 51

<sup>21</sup> Virtanen 2010: 112; Annola 2004: 37–38

<sup>22</sup> Finanssivalvonta 2023

<sup>23</sup> Kuronen 2016: 51; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21

Laaja-alaisemmin pyritään tarkastelemaan hyvää arvopaperimarkkinatapaa sijoittajaviestinnän näkökulmasta.

## 1.2 Tutkimusongelma ja tutkielman tavoitteet

Ensisijaisena tavoitteena tutkielmassa on pyrkiä muodostamaan kuva siitä, millainen merkitys tiedonantopolitiikalla on sijoittajaviestinnän näkökulmasta ja millaisia tehtäviä tiedonantopolitiikalle on tunnistettavissa. Aihetta lähestytään myös tarkastellen, miten sijoittajaviestintä on kehittynyt ajan myötä ja pyritään asemoimaan sijoittajaviestintää aiheena sen viimeisimmän kehityksen kannalta keskeisiin, toisiin aihepiireihin nähden. Lisäksi pohditaan, millaisia kysymyksiä kehitykseen saattaa liittyä esimerkiksi tiedonantopolitiikka huomioiden.

Toisekseen, kuten edellisessä alaluvussa todettiin, tiedonantopolitiikka tulee laatia Pörssin sääntöjen perusteella, eli toisin sanoen tiedonantopolitiikka kuuluu osaksi niiden lähteiden sisältöä, joiden pohjalta muodostuu hyvä arvopaperimarkkinatapa. Pörssin sääntöjen lisäksi tällaisia lähteitä ovat alan muu itsesääntely, oikeudellinen käytäntö sekä arvopaperimarkkinaoikeudelliset periaatteet.<sup>24</sup> Toissijaisena, rajatumpana tavoitteena tässä tutkielmassa on tutkia, onko edellä mainituista lähteistä johdettavissa tulkintaa, millä tavoin sijoittajaviestintää tulisi näiden mukaan toteuttaa.

Erytisesti toissijaisen tavoitteen näkökulmasta on hyvä huomioida, että sijoittajaviestintään liittyy paljon sääntelyä, sillä tätä koskee arvopaperimarkkinaoikeudellinen lainsäädäntö. Kuitenkin esimerkiksi Virtanen on todennut tiedonantovelvollisuuksien olevan luonteeltaan ”yleisluonteisia ja periaatteellisia”.<sup>25</sup> Näin ollen itse sijoittajaviestinnän toteuttamiseen jää harkinnanvaraa

---

<sup>24</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21; Häyrynen & Kajala 2013: 48–53; Knuts & Parkkonen 2014: 20–21; Kanervo & Knuts 2004–

<sup>25</sup> Pesonen 2012: 87; Hirsto & Koskela 2021: 93; Virtanen 2010: 14, 284

sekä osin tiedonantovelvollisuuden osalta<sup>26</sup> että tämän ylittävin osin<sup>27</sup>. Knutsin ja Parkkosen teoksen mukaan hyvä arvopaperimarkkinatapa tulee kyseeseen tilanteissa, joihin ei ole sovellettavissa nimenomaista säännöstä<sup>28</sup>. Hyvä arvopaperimarkkinatapa voi ohjata arvopaperien markkinointia, jollaiseksi saatetaan katsoa esimerkiksi sijoittajatilaisuudet ja sijoittajakiertue eli roadshow, siinä käytettävien menettelyiden osalta<sup>29</sup>. Tutkielmassa pyritäänkin selvittämään, voiko hyvä arvopaperimarkkinatapa – tai tätä linjaavat lähteet – tarjota näkökulmia, millaista hyvän arvopaperimarkkinatavan mukainen sijoittajaviestintä on menettelyiltään.

### 1.3 Tutkimusmetodista ja tutkielmassa hyödynnettävistä lähteistä

Tutkielman tavoitteet pyritään saavuttamaan aihetta koskevien oikeuslähteiden sisältöä tarkastelemalla ja jäsentämällä, eli kyseessä on metodiltaan lainopillinen tutkielma. Tieteellisenä metodina lainopille ominaista on myös kriittisyys, minkä takia lähestymistapa tutkielmassa saattaa olla osin kriittinen.<sup>30</sup> Tutkittavan aiheen kannalta keskeisiä oikeuslähteitä ovat esimerkiksi arvopaperimarkkinaoikeudellinen lainsäädäntö, jonka merkittävimmän perustan muodostaa arvopaperimarkkinalaki<sup>31</sup>. Lähteenä tullaan lisäksi käyttämään oikeuskirjallisuutta. Ottaen huomioon, että koska kyseessä on ensinnäkin talousoikeudellinen tutkielma ja toisekseen koska aihe sivuaa myös viestintää, saatetaan lähteenä käyttää teoksia myös toisilta tieteenaloilta.

Lisäksi koska tutkielmassa pyritään selvittämään, missä määrin hyvä markkinatapa koskee sijoittajaviestintää, edellyttää tämä hyvää arvopaperimarkkinatapaa linjaaviin oikeuslähteisiin perehtymistä. Knutsin ja Parkkosen mukaan itsesääntely ja

---

<sup>26</sup> Virtasen mukaan esimerkiksi tiedon olennaisuuden arviointiin liittyy harkintavaltaa, jonka hän luokittelee *tilannekohtaiseen, yrityskohtaiseen* sekä *toimialakohtaiseen*. Virtanen 2010: 217

<sup>27</sup> Annola 2004: 37–38

<sup>28</sup> Knuts ja Parkkonen 2014: 20–21

<sup>29</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 63–64; HE 32/2012

<sup>30</sup> Aarnio 2011: 113

<sup>31</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 7

oikeuskäytäntö määrittävät, millaista toimintaa pidetään hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisena, minkä vuoksi tutkielmassa pyritään luomaan käsitystä hyvästä arvopaperimarkkinatavasta näiden avulla. Esimerkkeinä itsesääntelyksi katsottavista oikeuslähteistä he tuovat esiin seuraavat: ”Helsingin pörssin säännöt, listayhtiöiden hallinnointikoodi, ostotarjouskoodi sekä Finanssialan keskusliitto ry:n<sup>32</sup> suositukset ja ohjeet”.<sup>33</sup>

#### 1.4 Tutkielman rakenteesta

Tutkielma on pääluvuiltaan kuusilukuinen ja se etenee seuraavalla tavalla: ensimmäisessä luvussa on johdatettu tutkielman aiheeseen ja seuraavaksi siirrymme toiseen lukuun tarkastelemaan arvopaperimarkkinoiden toimintaa yleisemmin ja taustalla vaikuttavia tekijöitä. Erityisesti pyritään taustoittamaan, millainen merkitys on tiedonannolla ja millaisiin normeihin se perustuu. Tätä seuraa kolmas luku, joka pyrkii ilmentämään itsesääntelyn – mukaan lukien tiedonantopolitiikan – tehtävän osana hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Pyrkimyksenä on kolmannessa luvussa lisäksi tarkastella, millainen on hyvää arvopaperimarkkinatapaa linjaavien lähteiden sisältö myös muutoin sijoittajaviestinnän näkökulmasta.

Neljäs luku keskittyy käsittelemään itsessään tiedonantopolitiikkaa ja sitä, millainen merkitys tiedonantopolitiikalla on pörssiyhtiöiden tiedonannon kannalta. Lisäksi neljännessä luvussa tarkastellaan viime vuonna korkeimman oikeuden antamaa päätöstä KKO:2024:25 siitä näkökulmasta, miten tiedonantopolitiikka on huomioitu tuomiota annettaessa. Tässä luvussa nostetaan esiin myös huomioita satunnaisesti valittujen pörssiyhtiöiden tiedonantopolitiikoista, jotka ovat olleet saatavilla yhtiöiden verkkosivustoilla. Tavoitteena tällöin on muodostaa käsitys, millaisia kotimaisten pörssiyhtiöiden tiedonantopolitiikat pääsääntöisesti ovat.

---

<sup>32</sup> Järjestö tunnetaan nykyisin nimellä *Finanssiala ry*. Finanssiala ry n.d. -a

<sup>33</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20

Koska tiedonantopolitiikka liittyy aiheena läheisesti pörssiyhtiöiden sijoittajaviestintään, viidennessä luvussa keskitytään tarkastelemaan yleisemmin sijoittajaviestintää ja sen kehitystä. Huomiota annetaan erityisesti viime vuosina tapahtuneelle kehitykselle, jossa vastuullisuusviestinnän katsotaan lähentyneen sijoittajaviestinnän kanssa <sup>34</sup> . Sijoittajaviestintää pyritään aiheena jäsentämään ensinnäkin siitä näkökulmasta, millaisen kokonaisuuden se muodostaa yhdessä arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantovelvollisuuden ja sijoittajasuhdetoiminnan kanssa. Toisekseen sijoittajaviestintää asemoidaan paitsi suhteessa yritysviestintään yleisemmin myös kestävyysraportointiin ja vastuullisuusviestintään nähden.

Viimeinen eli kuudes luku pyrkii ilmentämään tutkielman keskeisimmän sisällön ottaen huomioon tutkielmalle asetetut tavoitteet. Yhteenvedossa tuodaan esiin tutkielman perusteella tehtyjä huomioita sekä tiedonantopolitiikkaa että hyvää arvopaperimarkkinatapaa koskien. Kuudennessa luvussa esitetään myös muita havaintoja, joita tutkielmaa laadittaessa on tehty. Nämä liittyvät esimerkiksi käsitteellisesti sijoittajaviestintään ja sijoittajainformaatioon. Lisäksi pohditaan, millaisia kysymyksiä tarkasteltaviin aiheisiin saattaa liittyä.

---

<sup>34</sup> Hirsto & Koskela 2021: 96

## 2 Sijoittajaviestinnästä arvopaperimarkkinoilla

### 2.1 Lähtökohtia arvopaperimarkkinoiden toiminnalle

#### 2.1.1 Markkinatehokkuus

Arvopaperimarkkinoilla tavoiteltu tila on, että markkinoiden toiminta olisi tehokasta siten, että julkistamalla markkinoille annettavan tiedon vaikutus arvopaperin hintaan olisi välitön ja suuruudeltaan oikeanlainen. On kyse *informaatiotehokkuudesta*, jonka toteutumisen perusteella markkinoiden tehokkuutta voidaan arvioida joko *heikoksi*, *keskivahvaksi* tai *vahvaksi*.<sup>35</sup> Markkinatehokkuutta pystytään lähestyä kuitenkin myös vaihtoehtoisin tavoin. Ensinnäkin voidaan tehdä jaottelu markkinoiden *sisäiseen tehokkuuteen* ja *ulkoiseen tehokkuuteen*, joista jälkimmäinen muistuttaa määritelmältään edellä käsiteltyä informaatiotehokkuutta. Sen sijaan sisäinen ulottuvuus käsittää kaupankäynnin toteutumiseen liittyviä tekijöitä, kuten vaihdannan määrää ja arvopaperivälittäjien välisen kilpailun.<sup>36</sup> Toisekseen on olemassa erottelu *operationaaliseen*, *allokatiiviseen* sekä *instituutionaaliseen* markkinatehokkuuteen<sup>37</sup>.

Eräs arvopaperimarkkinoihin ja niiden tehokkuuteen vaikuttava tekijä on se, että markkinaosapuolten sijoituspäätösten taustalla vaikuttavat usein inhimilliset toimijat. Jotta markkinat voisivat olla tehokkaat, edellytetään, että markkinaosapuolet toimisivat rationaalisesti eli järkevin perustein. Kuitenkin inhimilliset toimijat saattavat poiketa tästä oletuksesta käyttäytymistieteellisistä syistä johtuen.<sup>38</sup> Tällainen inhimillisistä syistä johtuva poikkeama rationaaliseen käyttäytymiseen voi seurata esimerkiksi tilanteessa, jossa osapuolten välillä vallitsee epäyhtäläiset tiedot kaupanteon kohteesta – arvopaperimarkkinoilla arvopaperista tai rahoitusvälineestä. On kyse informaation asymmetriasta, jollainen voi arvopaperimarkkinoilla syntyä johtuen sidosryhmien

---

<sup>35</sup> Angervuo & muut 2004: 68–71

<sup>36</sup> Nikkinen & muut 2002: 80

<sup>37</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>38</sup> Salo 2015: 105–108, 139–142

eriävistä asemista suhteessa yhtiöön.<sup>39</sup> Pohjolan teoksessa kerrotaan taloustieteen näkökulmasta, että osapuolten välille epäsymmetrisesti jakaantunut informaatio voi esimerkiksi johtaa siihen, että kauppa jää toteutumatta, vaikkakin se toteutuisi siinä tapauksessa, että kummankin osapuolen välillä olisi yhtäläiset tiedot kauppaan liittyvistä tekijöistä<sup>40</sup>. Arvopaperimarkkinoilla se puolestaan näyttäytyy sijoittajille epävarmuustekijänä ja täten korkeampana tuottovaatimuksena<sup>41</sup>.

Arvopaperimarkkinoilla eri osapuolten välillä esiintyvä informaatioepäsymmetria ilmenee yleisimmin siten, että yhtiön johtoon kuuluvilla katsotaan olevan asemansa takia saatavilla enemmän tietoa eli *kätettyä informaatiota* kaupankäynnin kohteena olevasta arvopaperista suhteessa muihin markkinatoimijoihin<sup>42</sup>. Esitetyssä asetelmassa on *päämies-agenttiteorian* mukaisesti kyse johdon ja omistajien välisestä agenttisuhteesta, johon katsotaan liittyvän agenttiongelmaksi sen takia, että johtoon kuuluvat saattavat hyödyntää asemaansa heitä hyödyttäviin tarkoituksiin<sup>43</sup>.

Oikeudellinen keino pyrkiä tilanteeseen, jossa osapuolet voisivat tehdä päätöksen mahdollisimman yhtäläisen informaation varassa, ovat eri oikeudenaloilla tunnettavat tiedonantovelvollisuudet<sup>44</sup>. Tiedonantovelvollisuus on yksi ratkaisuista edellä esitettyyn agenttiongelmaksi<sup>45</sup>. Arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuus ilmenee liikkeeselaskijoiden veloitteena pitää riittävästi laadultaan oikeanlaisia ja ajantasaisia tietoja markkinatoimijoiden saatavilla<sup>46</sup>. Velvoittamalla tiedonantoon pyritään saavuttamaan tilanne, jossa sekä yhtiön johdon että markkinoilla toimivien käsitykset arvopaperin arvosta olisivat mahdollisimman lähellä toisiaan<sup>47</sup>. Tiedonantovelvollisuuksien sisältöä tarkastellaan tarkemmin luvussa 3.1.

---

<sup>39</sup> Mähönen & Villa 2015: 341–343

<sup>40</sup> Pohjola 2013: 117

<sup>41</sup> Mähönen & Villa 2015: 343

<sup>42</sup> Mähönen & Villa 2015: 342–343

<sup>43</sup> Ikäheimo & muut 2014: 102–103; Mähönen & Villa 2015: 341–348; Salo 2015: 40–44

<sup>44</sup> Annola 2005: 67–70

<sup>45</sup> Mähönen & Villa 2015: 343

<sup>46</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 159

<sup>47</sup> Virtanen 2010: 26–28, 216

Arvopaperien hinnoittelu tapahtuu siten, että markkinatoimijat muodostavat käsityksensä arvopaperin arvosta analysoimalla yhtiötä koskevaa informaatiota ja hyödyntävät analyysissa mahdollisesti arvonmäärittymällemme<sup>48</sup>. Markkinahinta muodostuu kysynnän ja tarjonnan – eli toteutuneiden kauppojen – perusteella<sup>49</sup>. Markkinatehokkuus on tekijä, johon arvopaperimarkkinaoikeudellisella lainsäädännöllä ensisijaisesti pyritään. Edellä esitetyn mukaisesti se kuitenkin vaatii toteutuakseen markkinatoimijoiden luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan. Nämä ovat keskeisimpiä sääntelyn taustalla vaikuttavia tavoitteita.<sup>50</sup>

### 2.1.2 Tiedon tyypittelyä ja vaatimukset tiedonannolle

Arvopaperimarkkinoilla esiintyvä informaatio on yleisesti luokiteltu *ei-taloudelliseen ja taloudelliseen informaatioon*, joista taloudellisella informaatiolla on nähty välittömämpi yhteys hinnanmuodostukseen. Ei-taloudellisen informaation roolia on sen sijaan pidetty taloudellista informaatiota täydentävänä<sup>51</sup>.<sup>52</sup> Aikaisempaa enemmän huomiota annetaan myös ”ESG-perusteiselle yritysinformaatiolle”, josta käytetään nimitystä *kestävyystiedot*. Tällä tarkoitetaan tietoja koskien liiketoimintaan liittyviä ekologisia ja yhteiskunnallisia tekijöitä sekä informaatiota hallintotavan hyvyyden arviointiin.<sup>53</sup> Esitetty jaottelu perustuu informaation luonteeseen, mutta informaatiosta on tunnistettavissa myös esimerkiksi sen tiedonantoperusteen perusteella ”säännöllinen informaatio” ja ”jatkuva informaatio”<sup>54</sup>. Lisäksi informaatiota voidaan tarkastella sen perusteella, mistä tieto on lähtöisin liikkeeseenlaskijaan nähden. Tällöin voidaan erottaa yhtiöltä itseltään lähtöisin oleva tieto ja ”ulkoinen tieto”.<sup>55</sup>

---

<sup>48</sup> Annola 2005: 27; Vaattovaara 2015: 23; Virtanen 2010: 26

<sup>49</sup> Vaattovaara 2015: 49

<sup>50</sup> Vaattovaara 2015: 39; Häyrynen & Kajala 2013: 17, 20

<sup>51</sup> Ikäheimo ja muut käyttävät teoksessaan ilmaisuja ”laskentainformaatio” ja ”tätä syventävä tieto”. Ikäheimo & muut 2019: 202

<sup>52</sup> Vaattovaara 2015: 43–44

<sup>53</sup> Kisanlahti 2021: 1385–1402; Kisanlahti 2004–; Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464

<sup>54</sup> Ks. Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20; Knuts & Parkkonen 2014: 201

<sup>55</sup> Annola 2005: 97–103

On nähty tarpeellisena säännellä markkinoilla esiintyvän informaation määrää<sup>56</sup>, sillä mikäli informaation julkistamiselle ei olisi asetettu kriteeriä, voisi kyseeseen tulla *informaatiotulva*. Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa markkinoilla on saatavilla liiallisesti informaatiota, mikä saattaa tehdä sijoittajalle haastavaksi erottaa päätöksenteon kannalta relevantit seikat.<sup>57</sup> Informaatiotulvan välttämiseksi julkistettavalle informaatiolle on olemassa laadullinen kriteeri, jonka kautta arvioidaan tiedon julkistamisen edellytyksiä: *tiedon olennaisuuden vaatimus*. Arvopaperimarkkinalain perusteella julkistettavalta informaatiota edellytetään toisin sanoen, että sillä on oltava arvopaperin arvoon ”oletettu huomattava hintavaikutus”. Liikkeeseenlaskijan tulee arvioida tämän edellytyksen täyttymistä, sillä vastuu tiedonantovelvollisuuksien täyttämisestä kuuluu pörssiyhtiölle itselleen.<sup>58</sup>

Tiedon olennaisuuden vaatimus on luonteeltaan toteava, eli lainsäädännössä ei toisin sanoen ole tarkennettu, millaista informaation tulee sisällöltään olla, jotta sen katsotaan vaikuttavan olennaisella tavalla arvopaperin hinnoitteluun. On kuitenkin vertailukohta, jonka avulla on mahdollista arvioida, tuleeko tietoa pitää arvopaperimarkkinalain mukaisella tavalla olennaisena. Tällaisena toimii *järkevä sijoittaja*. Toisin sanoen sellaisen informaation, jolle järkevästi toimiva sijoittaja antaisi painoarvoa sijoituspäätöstä tehdessään katsotaan täyttävän edellytyksen tiedon olennaisuudesta. Tällöin se tulee saattaa markkinoiden tietoon arvopaperimarkkinalaissa säädetyllä tavalla.<sup>59</sup> Esimerkiksi Ikäheimo ja muut katsovat, että sijoittajien näkökulmasta tiedollisesti merkittävimpinä voidaan pitää ”yritysjohdon tulosennusteita”, kun taas Virtanen puolestaan korostaa yhtiön strategian merkitystä<sup>60</sup>.

Toisekseen tietojen antamista voidaan nähdä koskevan *johdonmukaisuusvaatimus*. Tällä tarkoitetaan sitä, että yhtiöiden odotetaan toteuttavan tiedottamisensa noudattaen

---

<sup>56</sup> Määrän lisäksi säännellään tiedon *laatua, leviämistä* ja jo edellä käsiteltyä *tasapainoa*. Yhdessä nämä muodostavat *informaation sääntelyn elementit*. Annola 2005: 59

<sup>57</sup> Annola 2005: 59; Vaattovaara 2015: 41

<sup>58</sup> Virtanen 2010: 21–23 34–36, 216–217; Vaattovaara 41–44; Kanervo & Knuts 2004–

<sup>59</sup> Virtanen 2010: 216–217; Vaattovaara 2015: 41–44

<sup>60</sup> Ikäheimo & muut 2019: 202; Virtanen 2010: 24

yhteneväisiä, yhtiökohtaisia käytäntöjä.<sup>61</sup> Vaikka johdonmukaisuusvaatimuksesta ei ole olennaisuusvaatimuksen tavoin nimenomaista lain tasoista säännöstä, esiintyy tämä kuitenkin esimerkiksi Helsingin pörssin säännöissä asiayhteydessä, joka käsittelee vapaaehtoisesti julkistettavia katsauksia ensimmäiseltä ja viimeiseltä vuosineljännekseltä<sup>62</sup>. Johdonmukaisuusvaatimuksen voinee katsoa olevan läheisessä yhteydessä tiedonantopolitiikkaan, jota tarkastellaan tarkemmin neljännessä luvussa<sup>63</sup>. Tiedonantopolitiikasta poikkeava tiedottaminen saatetaan tulkita tiedottamisrikkomukseksi<sup>64</sup>.

Yhtenä edellytyksenä tiedonannolle on lisäksi sen *oikea-aikaisuus*<sup>65</sup>. Käytännössä vaatimus tiedonannon oikea-aikaisuudesta merkitsee sitä, että mikäli tiedonanto tapahtuu vuorokauden päästä julkistettavan tiedon muodostumisesta, voidaan tiedonannon katsoa viivästyneen aiheettomasti<sup>66</sup>. Virtanen katsoo edellä esitettyjen *olennaisuusvaatimuksen*, *johdonmukaisuusvaatimuksen* ja *oikea-aikaisuuden vaatimuksen* muodostavan tiedonannolle asetetut edellytykset, kun taas Knuts ja Parkkonen huomioivat myös *tasapuolisuuden* ja *harhaanjohtamattomuuden* osaksi tiedonannon laadullista kriteeristöä<sup>67</sup>.

Mitä tulee esitettyistä tiedonannon edellytyksistä olennaisuusvaatimukseen, on hyvä ottaa huomioon se seikka, että tiedon olennaisuutta arvioitaessa tulee huomioida laajempi asiayhteys. Sellainen tieto, joka ei itsessään täytä olennaisuusvaatimusta saattaakin olla olennaista suhteutettuna laajempaan kontekstiin.<sup>68</sup> Paitsi tiedonannolle myös annettaville tiedoille voidaan katsoa olevan olemassa omat laadulliset vaatimukset<sup>69</sup>.

---

<sup>61</sup> Virtanen 2010: 218–219; Knuts & Parkkonen 2014: 146

<sup>62</sup> Ks. Nasdaq Helsinki Oy 2023: 51

<sup>63</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 1; Knuts & Parkkonen 2014: 146

<sup>64</sup> Virtanen 2010: 218–219; Vaattovaara 2015: 71

<sup>65</sup> Virtanen 2010: 219–220; Knuts & Parkkonen 2014: 146

<sup>66</sup> Virtanen 2010: 219–220

<sup>67</sup> Virtanen 2010: 216–220; Knuts & Parkkonen 2014: 146

<sup>68</sup> Virtanen 2010: 217

<sup>69</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 143–146

Edellä tarkasteltiin arvopaperimarkkinalain mukaisesti julkaistavaa informaatiota, josta käytetään ilmaisua *säännellyt tiedot*. Säännellyt tiedot käsittävät jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistettavat tiedot, joiden lisäksi tämä kattaa liputusvelvollisuuden ja julkisten ostotarjousten perusteella annettavat tiedot.<sup>70</sup> Säänneltyjen tietojen julkistaminen on säännönmukainen velvoite, mutta tämän velvoitteen täyttämisen ohella liikkeeseenlaskijat saavat kuitenkin toteuttaa myös harkintaan perustuvaa viestintää<sup>71</sup>. Virtasen mukaan sijoittajainformaatioissa voikin olla kyse joko säännellyistä tiedoista tai harkinnanvaraisesta mutta sijoittajille kuitenkin hyödyllisestä tiedosta<sup>72</sup>.

### 2.1.3 Tiedon käyttäjät ja tiedonsaantitarpeet

Lainsäädännössä yleisesti esiintyvä heikomman suoja tunnetaan arvopaperimarkkinaoikeudessa *sijoittajansuojana*, eli toisin sanoen sijoittaja on arvopaperimarkkinaoikeudellisella sääntelyllä suojattava kohde. Liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä myös sijoittajien tiedonsaantioikeutena. Sitä voidaan pitää kaikkein keskeisimpänä sijoittajia suojaavana tekijänä.<sup>73</sup> Tiedolla voi olla sen käyttäjälleen ensinnäkin taloudellista vaikutusta, sillä informaatio on ”muunnettavissa varallisuudeksi markkinoilla”. Toisekseen tekemällä sijoituspäätöksen, joka useimmiten perustuu saatavilla olevaan tietoon, saa osakkeen haltija itselleen osakkeen synnyttämät oikeudet ja velvollisuudet, joten se voi vaikuttaa myös oikeudelliseen asemaan.<sup>74</sup>

Vaikka tilinpäätösinformaatiota voidaan käyttää eri sidosryhmien toimesta täyttämään erilaisia tiedonsaantitarpeita<sup>75</sup>, sijoittaja nähdään tilinpäätösinformaation ensisijaisena

---

<sup>70</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 232–233; 14.12.2012/746

<sup>71</sup> Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 107–108; Westrén-Doll 2023

<sup>72</sup> Virtanen 2010: 31, 118

<sup>73</sup> Vaattovaara 2015: 39–41, 62–64; Pesonen 2012; Häyrynen & Kajala 2013: 20

<sup>74</sup> Vaattovaara 2015: 28; Pesonen 2012; Kanervo & Knuts 2004–

<sup>75</sup> Tietyn tiedon lähteen tarjoamaa informaatiota voidaan käyttää vaihteleviin käyttötarkoituksiin, jolloin on kyse erilaisista *tiedonsaantitarpeista*. Esimerkiksi Ikaheimo ja muut antavat teoksessaan

käyttäjänä<sup>76</sup>. Sijoittajien katsotaan lukeutuvan myös kestävyystietojen ensisijaisiin käyttäjiin<sup>77</sup>. Koska rahoitusmarkkinat ovat nykyään globaalit, on kansallisesti eriäviä tilinpäätöskäytäntöjä pyritty yhtenäistämään kansainvälisesti noudatettavin IFRS-standardein. Yhtenäiset käytännöt edistävät tiedonlähteestä saatavan informaation vertailukelpoisuutta sen käyttäjien keskuudessa. Myös pörssiyhtiöiden tulee *yleisen edun kannalta merkittävänä yhteisöinä* noudattaa säännöllisessä tiedonannossaan tiettyjä viitekehyksiä.<sup>78</sup> Kestävyysraportointidirektiivin myötä myös kestävyysraportointi tulee toteuttaa noudattaen tätä varten laadittuja kestävyysraportointistandardeja – ESRS-standardeja – noudattaen<sup>79</sup>.

Erilaisten sijoitusstrategioiden takia myös sijoittajien tiedonsaantitarpeet voivat olla toisistaan eriäviä<sup>80</sup>. Esimerkkejä sijoitusstrategioista ovat kasvusijoittaminen ja arvosijoittaminen<sup>81</sup>. Järkevänä sijoittajana voidaankin pitää useanlaisia sijoittajia; toisin sanoen järkevinä pidettävien sijoittajienkin tiedonsaantitarpeet voivat olla erilaisia<sup>82</sup>. Tiedonsaantitarpeet voivatkin vaihdella paitsi sidosryhmien välillä myös yksittäisen sidosryhmän sisällä.

Vaikka tieto ja tiedonsaanti nähdään yhtäläisen tärkeänä käyttäjien kesken, on kuitenkin myös huomioitava, että tiedon tarjoamaan informaatioarvoon voi tiedonsaantitarpeiden lisäksi vaikuttaa myös käyttäjien subjektiiviset ominaisuudet. Tällaisia ovat esimerkiksi kokemus sekä tietotaito. Tieto itsessään ei välttämättä riitä, vaan siitä saatava lopullinen

---

havainnollistavan esimerkin tarkoituksista, joihin eri sidosryhmät – ”asiakkaat, henkilökunta, omistajat, johto, tavaroiden ja palveluiden toimittajat, lainanantajat sekä valtio” – voivat kukin tilinpäätöstä hyödyntää. Ikäheimo & muut 2014: 45–47

<sup>76</sup> Ikäheimo & muut 2014: 34

<sup>77</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464

<sup>78</sup> Ikäheimo & muut 2014: 34; 30.12.1997/1336

<sup>79</sup> Kaisanlahti 2004–

<sup>80</sup> Annola 2005: 31

<sup>81</sup> Virtanen 2010: 72

<sup>82</sup> J. Oksaharju, luento *Pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuudet ja sijoittajan informaatiotarpeet*, 13.11.2017; J. Oksaharju, luento *Miten löytää voittajayhtiöt? Järkevän sijoittajan monenlaiset informaatiotarpeet*, 21.3.2018; J. Oksaharju, luento *Miten järkevä sijoittaja toimii markkinoilla vuonna 2019?*, 27.3.2019

informaatioarvo muodostuu analyysin ja jäsentämisen perusteella.<sup>83</sup> Toisaalta sijoittajat voivat huomioida sijoituspäätöksissään myyntianalyttikoiden välittämän, jo analysoidyn informaation<sup>84</sup>. Käyttäjien ominaisuudet huomioidaan lainsäädännössä esimerkiksi esitedirektiivissä, jossa kokoneiden osapuolten osalta tiedonantovelvoitetta on kevennetty<sup>85</sup>.

#### 2.1.4 Tiedon julkistaminen ja tiedottaminen

Arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta *julkistaminen* voidaan määritellä säänneltyjen tietojen saattamiseksi markkinatoimijoiden saataville arvopaperimarkkinalaissa määritetyllä tavalla. Pörssitiedotteena julkistettava informaatio tulee samanaikaisesti saattaa tiedoksi Finanssivalvonnalle ja kaupankäynnistä vastaavalle markkinalle.<sup>86</sup> Asiat tulee pörssitiedotteessa esittää aloittaen tärkeimmästä asiasisällöstä ja sen tulee sisältää tietyt vakiodut tiedot, kuten pörssitiedotteen julkistamisen ajankohta kellonajan tarkkuudella. Vaikka pörssitiedote on yleinen nimitys säänneltyjä tietoja sisältävälle tiedotteelle, voi pörssitiedote olla sisältönsä perusteella nimetty myös esimerkiksi tilinpääöstiedotteeksi.<sup>87</sup>

Säännellyissä tiedoissa on kyse sellaisista tiedoista, jotka markkinoille tulee vähintään antaa tiedoksi. Kuten edellisessä luvussa todettiin, arvopaperimarkkinalaissa säänneltyjen tietojen lisäksi yhtiöt voivat tarjota myös tietoa, joka ei ole yhtä informatiivista mutta jonka sijoittaja saattaa huomioida.<sup>88</sup> Tällaisen tiedon julkistaminen voi tapahtua lehdistötiedotteena, kun taas säännelty tiedot tulee julkistaa edellisessä kappaleessa kuvatulla tavalla<sup>89</sup>. Lehdistötiedotteen sisällöstä yhtiö voi päättää

---

<sup>83</sup> Annola 2005: 31; Vaattovaara 2015: 28–30

<sup>84</sup> Virtanen 2010: 55

<sup>85</sup> Pesonen 2012

<sup>86</sup> Annola 2005: 60; Kanervo & Knuts 2004–; Virtanen 2010: 93

<sup>87</sup> Virtanen 2010: 138–139

<sup>88</sup> Virtanen 2010: 31, 118

<sup>89</sup> Virtanen 2010: 117–118

harkintansa mukaan<sup>90</sup>. Tiedon julkistamisessa noudatettava prosessi riippuukin siitä, sisältääkö se säänneltyjä tietoja vaiko ei. Esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistys kuvaa pörssiyhtiöiden lehdistötiedotteiden sisältöä seuraavanlaisesti:

Yhtiö kertoo lehdistötiedotteilla sellaisista liiketoimintaansa liittyvistä tapahtumista, jotka eivät täytä sisäpiiritiedon julkistamiselle ja muulle pörssitiedottamiselle määriteltyjä vaatimuksia, mutta joilla arvioidaan olevan uutisarvoa tai joiden arvioidaan muuten kiinnostavan yhtiön sidosryhmiä<sup>91</sup>.

Yleisellä tasolla tiedotteiden lisäksi toinen tapa saattaa tieto julkiseksi on tiedotustilaisuus, joka useimmiten järjestetään, mikäli julkistetaan informaatioarvoltaan huomattava tieto. Tällöin pelkkä tiedote saattaa olla itsessään riittämätön suhteessa tiedotettavan asian sisältöön. Tiedotustilaisuuksissa osallistujille tarjotaan usein myös mahdollisuus täydentävän tiedon hankintaan esittämällä kysymyksiä.<sup>92</sup> Myös pörssiyhtiöt voivat järjestää tiedotustilaisuuksia, kuten tilinpäätöstiedotteen tai osavuosikatsauksen julkistamisen yhteydessä. Lisäksi esimerkiksi merkittävistä liiketoimintapäätöksistä tiedotettaessa voi tulla kyseeseen tiedotustilaisuus.<sup>93</sup> Vaikka pörssitiedote on laissa määritetty informaatiokanava<sup>94</sup> säänneltyjen tietojen julkistamiseen, voi tiedon leviämistä edistääkin ”täydentävissä kanavissa” tiedon tultua julkistetuksi pörssitiedotteena. Tiedotustilaisuuksien lisäksi sosiaalisesta mediasta on tullut keskeinen kanava tiedon jakelun näkökulmasta.<sup>95</sup>

Edellä käsiteltyjen lisäksi on olemassa myös muita sijoittajaviestinnän kanavia. Näitä voivat olla esimerkiksi sijoittajasuhdetoiminnon järjestämät tilaisuudet, kuten sijoittajatapaamiset, sijoittajakiertueet ja pääomamarkkinapäivä sekä verkkovälitteiset tilaisuudet ja tallenteet. Lisäksi myös osakeyhtiölain mukainen yhtiökokous on väylä, jossa kyselyoikeuttaan käyttämällä osakkeenomistaja voi myös pyrkiä hankkimaan

---

<sup>90</sup> Westrén-Doll 2023

<sup>91</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 6

<sup>92</sup> Pesonen 2012: 116, 119

<sup>93</sup> Virtanen 2010: 145–146

<sup>94</sup> Informaatiokanavassa on kyse välineestä, joka mahdollistaa tiedon saatavilla pidon. Annola 2005: 244; Vaattovaara 2015: 22, 49

<sup>95</sup> Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 106

tietoa.<sup>96</sup> Kyselyoikeuden perusteella tapahtuvaa tiedonantoa koskee kuitenkin myös arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 4 §, mikä rajoittaa kyselyoikeuden perusteella tapahtuvaa tiedonhankintaa<sup>97</sup>.

Vaikka yhtiöltä itseltään saatavaa informaatiota voidaan pitää merkittävimmissä asemassa, voi yhtiötä koskevaa informaatiota olla saatavilla myös yhtiön ulkopuolisista lähteistä. Esimerkiksi medialla ja myyntianalytikoilla voidaan katsoa olevan liikkeeseenlaskijan lisäksi huomattava informatiivinen tehtävä arvopaperimarkkinoilla. Ulkopuolisia lähteitä voivat olla esimerkiksi yhtiötä koskevat julkaisut mediassa ja verkossa, lisäksi tällaista voi olla myös luonteeltaan spekulatiivinen informaatio yhtiön ympärillä.<sup>98</sup>

Vaikka pörssi-yhtiöissä saattaa olla erillinen sijoittajasuhdetoiminnasta vastaava toiminto, on vastuu tiedottamisesta sekä sijoittajasuhdetoiminnasta johtoon kuuluvilla toimielimillä, joilta myös odotetaan tietynlaista tuntemusta näiden toteutumisesta<sup>99</sup>. Virtanen myös kertoo Yhdysvalloissa olevan suositeltuna toimintatapana tiedonannon organisoiminen siten, että tätä varten yhtiön sisällä perustetaan erillinen tiedonannosta vastaava *Disclosure Committee*, joka vertautunee valiokuntaan<sup>100</sup>. Vastaava tapa organisoida tiedonanto on mahdollinen myös Suomessa ja tällä hetkellä ainakin yhdellä suomalaisista pörssi-yhtiöistä on tiedonantopolitiikkansa mukaisesti asetettuna erillinen *tiedonantotyöryhmä*.<sup>101</sup> Tiedonantopolitiikasta tarkemmin luvussa 4.

Sen lisäksi että yhtiö on vastuussa tiedon julkistamisesta ja tiedon olennaisuuden arvioimisesta, on julkistettavan informaation tuottaminen myös yhtiön vastuulla, sillä julkistettava informaatio syntyy yhtiöiden sisäisissä prosesseissa. Yhtiöiden onkin monitoroitava tietovirtojaan ja tarvittaessa reagoitava, mikäli yhtiössä havaitaan

---

<sup>96</sup> Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 105–106; Pesonen 2012: 88

<sup>97</sup> Vaattovaara 2015: 40

<sup>98</sup> Vaattovaara 2015: 22, 48–50; Annola 2005: 243–244; Angervuo & muut 2004: 34–37, 41–44

<sup>99</sup> Virtanen 2010: 114; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20

<sup>100</sup> Virtanen 2010: 113–114

<sup>101</sup> Virtanen 2010: 113–114; UPM-Kymmene Oyj 2016

muodostuneen tietoa, joka täyttää julkistamisen edellytykset.<sup>102</sup> Pörssin säännöt edellyttävät liikkeeseenlaskijoilta, että tiedonantovelvollisuudet samoin kuin tiedolle asetetut laadulliset vaatimukset tulee kyetä täyttämään nostaan taloushallinnon keskeiseen asemaan informaation tuottamisen näkökulmasta<sup>103</sup>.

## 2.2 Sijoittajaviestinnän sääntely arvopaperimarkkinoilla

### 2.2.1 Tiedonantoa koskevat tiedonantovelvollisuudet

Arvopaperimarkkinaoikeudessa tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevien yhtiöiden veloitetta pitää markkinatoimijoiden saatavilla ”riittävät, oikeat ja ajantasaiset tiedot”, joihin päätöksenteko voi perustua<sup>104</sup>. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus tulee noudatettavaksi, mikäli yhtiö hakeutuu julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Yhtiön tarjotessa osakkeita yleisön merkittäväksi – toisin sanoen ensimarkkinoilla – tulee sovellettavaksi tiedonantovelvollisuuden esitettä koskevat säännökset. Yhtiön listauduttua, jolloin merkityillä osakkeilla käydään kauppaa jälkimarkkinoilla, yhtiön tulee täyttää tiedonantovelvollisuus myös muilta osin. Pääsääntöisesti tämä tapahtuu jatkuvana ja säännöllisenä tietojen antamisena.<sup>105</sup>

Kuusiosaisen arvopaperimarkkinalain kolmas osa keskittyy käsittelemään tiedonantovelvollisuutta. Tiedonantovelvollisuutta käsittelevä osa jakautuu edelleen useampaan lukuun: *jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, muita tiedonantovelvollisuuksia, liputusvelvollisuutta sekä säänneltyjä tietoja* koskeviin lukuihin.<sup>106</sup> Näiden lisäksi kolmanteen osaan on sisällytetty

---

<sup>102</sup> Pesonen 2012: 92

<sup>103</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20

<sup>104</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 159

<sup>105</sup> Pesonen 2012: 87; Kisanlahti & Norros 2021: 103–106

<sup>106</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 21, 159–290

myös *valtakirjanneuvonantajia* käsittelevä luku 10a<sup>107</sup>. Näistä jatkuva tiedonantovelvollisuus ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus muodostavat merkittävän kokonaisuuden suhteessa muihin tiedonantovelvollisuuksiin<sup>108</sup>.

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely perustuu huomattavalta osin ylikansalliseen<sup>109</sup> sääntelyyn. Kanervo ja Knuts tuovat esiin arvopaperimarkkinaoikeuden merkittävimpinä EU-oikeudellisina normeina muiden muassa *esiteasetuksen, avoimuusdirektiivin, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ja ostotarjousdirektiivin*. Näistä tiedonantovelvollisuuksiin kohdistuvaa sääntelyä sisältävät avoimuusdirektiivi sekä markkinoiden väärinkäyttöasetus. Nämä – kuten edellä mainituista muutkin – on implementoitu kansallisessa lainsäädännössä edellä mainittuun arvopaperimarkkinalakiin, jota pidetään yksittäisistä arvopaperimarkkinoiden toimintaa säätelevistä oikeuslähteistä kaikista perustavanlaatuisimpana.<sup>110</sup>

Kokonaisuudessaan arvopaperimarkkinaoikeudellinen normisto rakentuu kuitenkin useista, eritasoisista normeista<sup>111</sup>. Esimerkiksi jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta sekä tämän perusteella suoritettavaa raportointia koskevia normeja on olemassa arvopaperimarkkinalain lisäksi itsesääntelyssä, kirjanpitolaissa ja osakeyhtiölaissa. Lisäksi raportoinnin määrämuotoa koskien on olemassa IFRS-standardit ja ESRS-standardit.<sup>112</sup> Koska tiedonantovelvollisuuksia määritteleviä oikeuslähteitä onkin useita, keskitymme tässä luvussa tarkastelemaan näistä vain arvopaperimarkkinalakia ja sen sisältöä pääpiirteissään tiedonantovelvollisuuden osalta. Tutkimuksen aiheen ja näkökulman takia seuraavassa

---

<sup>107</sup> 14.12.2012/746

<sup>108</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 143

<sup>109</sup> Vaikka ylikansallisella viitataan tässä yhteydessä EU-oikeudelliseen, tehdään Kanervon ja Knutsin mukaan G8-maiden sekä G20-maiden kesken linjauksia arvopaperimarkkinoihin kohdistuvasta sääntelystä, minkä takia arvopaperimarkkinoita koskevassa lainsäädännössä on olemassa yhteneväisyyksiä EU-oikeuttakin kansainvälisemmällä tasolla. Kanervo & Knuts 2004–

<sup>110</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>111</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>112</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 143; Kaisanlahti 2004–

pääluvussa tarkastellaan kuitenkin myös arvopaperimarkkinaoikeudellista itsesääntelyä. Lisäksi luvussa 5.3.3 käsitellään lyhyesti säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluvaa kestävyysraportointivelvoitetta ja sen sääntelyä.

Tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa ensimarkkinoita ja jälkimarkkinoita koskevaan tiedonantovelvollisuuteen, vaikka tätä ei nimenomaisesti ole ilmaistu lainsäädännössä<sup>113</sup>. On hyvä huomioida, että esitettä koskeva sääntely ei sisälly kolmanteen osaan, vaan se on tiedonantovelvollisuuksista erillinen, lukuun 2 sisältyvä kokonaisuus<sup>114</sup>. Käsittelemme seuraavaksi pelkästään kolmannen osan mukaisia tiedonantovelvollisuuksia. Vaikka liputusvelvollisuus kuuluu rakenteellisesti tiedonantovelvollisuutta käsittelevään kolmanteen osaan, saatetaan sitä käsitellä oikeuskirjallisuudessa itsenäisenä kokonaisuutena<sup>115</sup>. Huomioimme kuitenkin seuraavassa myös liputusvelvollisuuden ja säänneltyjen tietojen pitämisen osana tiedonantovelvollisuuksiin liittyvää kokonaisuutta. Kuitenkin 10a luku on rajattu pois tarkastelusta.

Arvopaperimarkkinalain kuudes luku käsittelee *jatkuvan tiedonantovelvollisuuden* perusteella tapahtuvaa tiedonantoa. Se sisältää kaksi pykälää, joista ensimmäinen koskee jatkuvan tiedon julkistamista ja toinen tällaisen tiedon julkistamisen lykkäämistä, siten kuin markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa niistä määrätään.<sup>116</sup> Kuten esimerkiksi Kanervo ja Knuts teoksessaan toteavat, on jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa kyse *sisäpiiritiedoksi* katsottavan tiedon antamisesta.<sup>117</sup>

Jatkuvan tietojen antamisen lisäksi liikkeeseenlaskijat ovat velvoitettuja antamaan tietyin väliajoin määrätyt tiedot *säännöllisen tiedonantovelvollisuuden* nojalla. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden perusteella on toimitettava *tilinpäätös* sekä

---

<sup>113</sup> Kisanlahti & Norros 2021: 103–106

<sup>114</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 21

<sup>115</sup> Ks. esim. Knuts & Parkkonen 2014: 239–277

<sup>116</sup> Kanervo & Knuts 2004–; 14.12.2012/746

<sup>117</sup> Kanervo & Knuts 2004–

*toimintakertomus*, jonka tulee sisältää *kestävyysraportti* vuodesta 2025 alkaen. Lisäksi näiden yhteydessä on toimitettava *selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä* sekä *palkitsemisraportti* ja *tilintarkastuskertomus*. Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluu myös *puolivuosisikatsaus*, jonka ohella yhtiö voi aikaisemman käytännön mukaisesti antaa osavuotiset katsaukset.<sup>118</sup>

*Muista tiedonanto- ja erityisistä velvollisuuksista* esimerkiksi Kanervo ja Knuts nostavat esiin liikkeeseenlaskijoiden velvollisuuden antaa tiedoksi sen omilla osakkeilla tehdyt kaupat. Sen velvoittamana liikkeeseenlaskijan tulee toimittaa ilmoitus sen lukuun tehdyistä kaupoista sille kaupankäynnin järjestäjälle, jonka kauppapaikalla hankinta tai luovutus on tehty. Kaupankäynnin järjestäjä puolestaan on velvollinen julkistamaan tiedot toteutuneesta kaupasta sen saaman ilmoituksen perusteella. Ilmoitus ei ole sisällöltään määrämuotoinen, mutta se tulee tehdä määrättyssä ajassa. Käytäessä kauppaa omilla osakkeilla on liikkeeseenlaskijan huomioitava myös seuraavassa kappaleessa käsiteltävä liputusvelvollisuus ja tarvittaessa tehtävä sen mukainen liputusilmoitus. Muihin tiedonanto- ja erityisiin velvollisuuksiin sisältyy lisäksi muiden muassa *palkitsemispolitiikan* sisältöä ja saatavuutta koskeva pykälä.<sup>119</sup>

Muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia käsittelevää lukua seuraa *huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoittamista* – liputusvelvollisuutta – koskeva luku 9.<sup>120</sup> Liputusvelvollisuuden voinee nähdä poikkeavan edellä esitetystä tiedonantovelvollisuuksista siten, että siinä ilmoitusvelvollinen osakkeenomistaja on tiedonlähde ja liikkeeseenlaskija on objektiivisessa<sup>121</sup> asemassa. Liputusvelvollisuuden johdosta osakkeenomistajat ovat tietoisia, mikäli yhtiön omistusosuuksissa tapahtuu merkittäviä muutoksia. Omistajarakenteessa tapahtuvilla muutoksilla saattaa olla vaikutusta muiden osakkeenomistajien oikeuksiin ja

---

<sup>118</sup> Kanervo & Knuts 2004–; 14.12.2012/746; HE 20/2023 vp

<sup>119</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 235–240; Kanervo & Knuts 2004–; 14.12.2012/746

<sup>120</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 159–290

<sup>121</sup> Liikkeeseenlaskijan sijasta liputusvelvollisuutta koskevassa sääntelyssä käytetään ilmaisua ”kohdeyhtiö”. Häyrynen ja Kajala 2013: 245

velvollisuuksiin esimerkiksi siinä tapauksessa, jos tietty omistaja on saavuttamassa enemmistöosakkeenomistajan aseman yhtiössä.<sup>122</sup>

Luku 10 puolestaan koostuu normeista, jotka koskevat *säänneltyjen tietojen julkistamista ja saatavilla pitoa sekä tietojen toimittamista eurooppalaiseen keskitettyyn yhteyspisteeseen*. Säännellyt tiedot tulee säilyttää sekä verkkosivustolla että tiedotevarastossa vähintään viidestä kymmeneen vuoteen riippuen siitä, mikä on ollut tiedonantoperuste.<sup>123</sup> Esimerkiksi tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee olla nähtävillä kymmenen vuotta näiden julkaisemisesta ollen näin yhteneväinen kirjanpitolain vaatimuksen kanssa<sup>124</sup>. Alkuvuodesta 2025 alkaen säännellyt tiedot on lisäksi tullut toimittaa tiedotevarastosta *eurooppalaiseen keskitettyyn yhteyspisteeseen*<sup>125</sup>. Kielestä, jolla tiedonanto tapahtuu määrätään siten, että kotivaltion ollessa Suomi tiedot tulee antaa joko suomeksi tai ruotsiksi, joskin luvanvaraisesti tästä pääsäännöstä voidaan poiketa<sup>126</sup>.

Tiedonantovelvollisuuksien perusteella tapahtuvaa tiedonantoa koskee lisäksi luvussa 1.1 esitellyistä yleisistä periaatteista *kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja*<sup>127</sup>. Edellisessä alaluvussa käsitelimme tietojen antamisen taustalla vaikuttavia tekijöitä. Seuraavaksi tarkastelemme pääpiirteissään, miten sijoittajaviestinnän sääntely toteutuu siltä osin, kuin kyse ei ole säännellyistä tiedoista.

## 2.2.2 Muu sijoittajaviestintää koskeva sääntely

Säänneltyjen tietojen antamisen lisäksi arvopaperimarkkinalailla säännellään *arvopaperien markkinointia*. Tällaiseksi katsotaan kaikki toimet, joilla pyritään

---

<sup>122</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 241–277

<sup>123</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 232–238; Häyrynen & Kajala 2013: 278–290; 14.12.2012/746

<sup>124</sup> 14.12.2012/746; 30.12.1997/1336

<sup>125</sup> 14.12.2012/746

<sup>126</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 232–238; Häyrynen & Kajala 2013: 278–290

<sup>127</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 144

edistämään kaupankäyntiä arvopaperilla, kuten sijoittajatilaisuudet ja sijoittajakiertueet. Arvopapereita markkinoitaessa markkinoinnin sisällön osalta tulee pääasiallisesti noudatettavaksi *totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen kieltö*, kun taas markkinoinnissa käytettyjä menettelyjä koskee *kieltö menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti*. Lisäksi tietyin tapauksin sovelletaan kuluttajansuojalakiä.<sup>128</sup> ”Arvopaperien markkinointia koskevat säännöt” saattavatkin käsittää sijoittajaviestinnän myös siltä osin, kuin kyseessä ei ole säänneltyjen tietojen antamisesta vaan muusta sijoittajaviestinnästä<sup>129</sup>. Seuraavassa luvussa käsitellään tarkemmin hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen toiminnan kieltöä.

---

<sup>128</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 55–64; HE 32/2012

<sup>129</sup> Annola 2004: 37

### 3 Tiedonantopolitiikka osana hyvää arvopaperimarkkinatapaa

#### 3.1 Itsesääntelyn tehtävästä arvopaperimarkkinaoikeudessa

Koska tiedonantopolitiikkaa koskeva ohjeistus kuuluu osaksi Pörssin sääntöjä, säännellään tiedonantopolitiikasta näin ollen itsesääntelyn tasolla. Itsesääntelyllä tarkoitetaan lakia alemman asteisia, näitä täydentäviä normeja. Arvopaperimarkkinoilla osaa itsesääntelynormeista edellytetään noudattamaan, kun taas osa on luonteeltaan suosituksia. Liikkeeseenlaskijoiden tulee noudattaa Pörssin sääntöjä, hallinnointikoodia ja ostotarjouskoodia. Itsesääntelyllä on arvopaperimarkkinaoikeudessa yhtenä merkityksenä ilmentää hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä.<sup>130</sup> Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta lisää seuraavassa alaluvussa 3.2.

Näkemyksissä oikeuslähteistä, joiden katsotaan muodostavan itsesääntelynormiston arvopaperimarkkinaoikeuden oikeudenalalla, on laajuudeltaan hieman vaihtelevuutta lähteittäin. Kanervo ja Knuts katsovat täydentäväksi sääntelyksi Helsingin pörssin säännöt sekä Arvopaperimarkkinayhdistys ry:n julkaiseman hallinnointikoodin sekä ostotarjouskoodin<sup>131</sup>. Sen sijaan Knutsin ja Parkkosen teoksessa tuodaan näiden lisäksi esiin Finanssiala ry:n<sup>132</sup> suositukset ja ohjeet<sup>133</sup>. Virtanen lisäksi toteaa, että itsesääntelyksi voidaan katsoa myös Suomen IR-yhdistyksen sekä Sijoitusanalyttikot ry:n eettiset säännöt<sup>134</sup>. Arvopaperimarkkinayhdistyksen näkemyksen mukaan itsesääntelyssä voi olla kyse myös esimerkiksi asiakirjamalleista ja arvopaperimarkkinoilla tunnettavista käytännöistä<sup>135</sup>.

---

<sup>130</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21; Häyrynen & Kajala 2013: 22, 50, 215–217, 384–387; Kanervo & Knuts 2004–

<sup>131</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>132</sup> Aikaisemmin tunnettu nimellä *Finanssialan keskusliitto ry*, jona esiintyy teoksessa. Knuts & Parkkonen 2014: 20; Finanssiala ry n.d. -a

<sup>133</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20

<sup>134</sup> Virtanen 2010: 52–53

<sup>135</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry n.d. -a

Arvopaperimarkkinayhdistys ry on itsesääntelyyn nähden merkittävä toimija, sillä paitsi että se ylläpitää hallinnointikoodia ja ostotarjouskoodia, sen alaisuudessa toimii myös Markkinatapalautakunta, joka tarpeen mukaan antaa näihin liittyvää ohjeistusta. Yhdistyksen tehtäväalueelle kuuluukin ensisijaisesti ”hyvän arvopaperimarkkinatavan edistäminen ja määrittäminen”.<sup>136</sup> Hallinnointikoodi on koodisto, jonka sisältämien suositusten tarkoituksena on tukea hyvän hallintotavan toteutumista pörssiyhtiöissä. Ostotarjouskoodi sen sijaan sisältää hyväksi katsotut toimintatavat annettaessa ostotarjous julkisesti kaupankäynnin kohteena olevasta yhtiöstä sekä tällaisten fuusioituessa. Hallinnointikoodi ja ostotarjouskoodi on pyritty yhdenmukaistamaan rakenteellisesti yhteneväisin valinnoin ja molempia yhdistää lisäksi periaate, jonka mukaisesti koodistoissa esitetyistä suosituksista saa poiketa vain perustellusta syystä.<sup>137</sup>

Vuoden 2025 alussa on astunut voimaan uusi *Hallinnointikoodi 2025*. Verrattuna tätä edeltäviin hallinnointikodeihin – viimeisimpänä *Hallinnointikoodi 2020* – on osaan suosituksista tullut sisällöllisiä muutoksia, joiden lisäksi hallinnointikoodin velvoittavuus on laajentunut koskemaan monenkeskistä markkinapaikkaa rajatusti. Aikaisemmin vain niiden yhtiöiden, jotka ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, on tullut noudattaa koodia. Arvopaperimarkkinayhdistyksen mukaan hallinnointikoodiin aiotaan tehdä vaiheittaisesti toteutettavia uudistuksia, joilla pyritään huomioimaan meneillään olevat lainsäädännölliset hankkeet.<sup>138</sup> Ostotarjouskoodista sen sijaan on voimassa *Ostotarjouskoodi 2020*, jota aikaisempi julkaisu on vuodelta 2014. *Ostotarjouskoodi 2020* koskee säännellyn markkinan lisäksi monenkeskistä markkinapaikkaa.<sup>139</sup>

Pörssin säännöillä tarkoitetaan Nasdaq Helsinkiin listattuja yhtiöitä koskevia sääntöjä, joita Nasdaq kaupankäynnin järjestäjänä ylläpitää ja joita markkinalle listattujen

---

<sup>136</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry n.d. -b

<sup>137</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2022: 3, 6–8; Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2025: 5–7

<sup>138</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 2–4

<sup>139</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2022: 3–5

yhtiöiden tulee noudattaa<sup>140</sup>. Säännöt on yhdenmukaistettu kolmen muun Nasdaqin Pohjoismaissa ylläpitämän markkinapaikan kesken ja kullekin markkinalle on oma sääntöjä täydentävä maakohtainen liite<sup>141</sup>. Finanssiala ry – entinen Finanssialan keskusliitto ry – sen sijaan toimii rahoitusalaa edustavana ja tämän etua valvovana järjestönä. Sen edustuksen alaisuuteen kuuluvat muiden muassa pankit sekä arvopaperivälittäjät, joilla on toimintaa Suomessa.<sup>142</sup>

## 3.2 Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta

### 3.2.1 Hyvän arvopaperimarkkinatavan määrittelystä

Kuten luvussa 1.1 todettiin, yksi arvopaperimarkkinalaisissa esiintyvistä yleisistä periaatteista on *kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti*, joka sisältyy arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 §:ään. Toisin sanoen arvopaperimarkkinoilla tulee noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, mikä koskee myös liikkeeseenlaskijoita.<sup>143</sup> Hyvä arvopaperimarkkinatapa määritetään seuraavalla tavalla:

Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan säännöksessä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien sijoittaja-, asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena toimintatapana<sup>144</sup>.

Hyvä arvopaperimarkkinatapa ja tämän vastaisen toiminnan kieltäminen on olemassa sen vuoksi, että lain tasoisin normein on haastava luoda normistoa, jolla pystyttäisiin kattamaan kaikki mahdolliset tilanteet huomioiden etenkin sen, että toimintaympäristössä saattaa tapahtua muutoksia, joihin ei voida vastata yhtä nopeasti ylemmän asteisella sääntelyllä.<sup>145</sup>

---

<sup>140</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>141</sup> Nasdaq 2023: 5–7, 9

<sup>142</sup> Finanssiala ry n.d. -a

<sup>143</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20–24; Häyrynen & Kajala 2013: 48–49

<sup>144</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20

<sup>145</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 50; Knuts & Parkkonen 2014: 20–21; Kanervo & Knuts 2004–

Hyvä arvopaperimarkkinatapa on kuitenkin vakiintumaton, mitä tulee sen sisällölliseen määrittelyyn<sup>146</sup>. Määritettäessä, mikä on kulloinkin hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaista, on itsesääntelyn lisäksi oikeuskäytäntö toinen keskeinen tekijä. Näiden lisäksi arvioinnissa voidaan ottaa huomioon sääntelyn taustalla vaikuttavat periaatteet ja tällä tavoiteltavat seikat. Vaikka hyvä arvopaperimarkkinatapa ei olekaan määritettävissä kuin tilannekohtaisesti, pyritään seuraavaksi nostamaan esiin havaintoja hyvää arvopaperimarkkinatapaa linjaavista lähteistä siltä osin, mitä niissä lausutaan sijoittajaviestinnästä.<sup>147</sup>

### 3.2.2 Itsesääntelynormien sisältöä

Mitä tulee hyvää arvopaperimarkkinatapaa määrittävän itsesääntelynormiston sisältöön, voinee todeta, että Pörssin säännöissä on niistä eniten tiedonantoa koskevaa ohjeistusta. Sen sisältö koskeekin pääasiassa listalleottoa ja tiedonantovelvollisuuksia<sup>148</sup>. Säännöissä esiintyvien käsitteiden määrittelyn ja johdannon lisäksi Pörssin säännöt sisältää kuusi päälukua alalukuineen sekä liitteenä maakohtaisesti velvoittavat säännöt. Pääluvut on nimetty seuraavasti: *Yleiset säännöt, Listalleottamisen edellytykset, Julkistamis- ja tiedonantovelvollisuudet, Valvontatoimenpiteet, Muut säännöt sekä Seuraamukset ja kurinpitomenettely*<sup>149</sup>.

Pääluvun *Listalleottamisen edellytykset* alaluku 2.15. *Liikkeeseenlaskijan hallinto* sisältänee eniten sijoittajaviestintää koskevaa ohjeistusta muiden kuin tiedonantovelvollisuuksien osalta. *Sijoittajasuhteet* esiintyy käsitteenä Pörssin säännöissä kertaalleen – nimenomaan tämän alaluvun kohdassa, joka koskee johdon perehtyneisyyttä tiettyihin yhtiön toimintoihin. Tämän alaluvun alla on myös ohjeistus siitä, että liikkeeseenlaskijalla tulee olla 1–2 henkilöä, jotka pystyvät antamaan

---

<sup>146</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry n.d. -b

<sup>147</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 48–53; Kanervo & Knuts 2004–; Knuts & Parkkonen 2014: 20–21

<sup>148</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 9

<sup>149</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 2–3

lausuntoja liikkeeseenlaskijan puolesta kaikkina hetkinä. Lisäksi se sisältää tiedonantopolitiikkaa koskevan kohdan, jonka sisällöstä lisää luvussa 4.1.<sup>150</sup>

Pörssin säännöt sisältää myös esimerkiksi ohjeistuksen koskien sijoittajasuhdetoiminnan kannalta keskeistä tapahtumakalenteria. Tämä sisältyy alalukuun 3.11. *Internetsivusto*, joka tapahtumakalenteria koskevan määräyksen lisäksi sisältää velvoitteen ylläpitää verkkosivustoa sekä mahdollistaa tiedonsaanti verkkosivustojen kautta.<sup>151</sup> Tapahtumakalenteria käsitellään tarkemmin luvussa 5.1.

*Hallinnointikoodi 2025* sen sijaan on rakenteellisesti jaksotettu kolmeen eri jaksoon, joista toinen jakso sisältää koodiston mukaiset suositukset. Suosituksia on yhteensä 27, jotka on koottu asiakokonaisuuksia *Yhtiökokous*, *Hallitus*, *Valiokunnat*, *Toimitusjohtaja*, *Palkitseminen* ja *Muu hallinnointi* koskeviin lukuihin. Näitä edeltää aiheeseen johdettava jakso ja seuraa raportointia koskeva jakso.<sup>152</sup> *Ostotarjouskoodi 2022* sen sijaan pitää sisällään 16 suositusta jaettuna aiheittain seitsemään lukuun, jotka ovat *Tarjouksen valmistelu*, *Kohdeyhtiön hallituksen asema ja velvollisuudet*, *Due diligence -tarkastus*, *Kilpailevat tarjoukset*, *Tarjous ja siihen liittyvät järjestelyt*, *Tarjouksen jälkeiset toimenpiteet* sekä *Sulautuminen*. Suositukset sisältäviä lukuja edeltää *Johdanto* ja niitä seuraa osio, jossa selostetaan, mitä suosituksia sovellettaessa pitää ottaa huomioon.<sup>153</sup>

Ostotarjouskoodia voinee pitää hallinnointikoodiin verrattuna sovellettavuudeltaan kapea-alaisempana, koska se tulee sovellettavaksi vain tietyissä tilanteissa, kun taas hallinnointikoodi koskee laaja-alaisemmin yhtiön toimintaa ja sen hallinnoinnin hyvyyttä. Yhteneväistä puolestaan on esimerkiksi se, että molempien koodistojen johdannossa tuodaan esiin osakeyhtiölaista tulevat yleiset periaatteet ja ne esiintyvät muualla koodistoissa eri asiayhteyksissä. Yhtiöoikeudellisista yleisistä periaatteista esimerkiksi *yhdenvertaisuusperiaate* huomioidaan molemmissa koodistoissa. Ostotarjouskoodin

---

<sup>150</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 19–21

<sup>151</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 30–31

<sup>152</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 1, 5

<sup>153</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2022: 2, 6

kantavana periaatteena toimii lisäksi arvopaperimarkkinalain mukainen *tasapuolisen kohtelun vaatimus*, josta käytetään myös kertaalleen ilmaisua ”tasapuolisuusvaatimus”. Tasapuolisuus esiintyy myös hallinnointikoodissa esimerkiksi seuraavassa kappaleessa tarkasteltavassa asiayhteydessä.<sup>154</sup>

Kahdensuuntaisen sijoittajaviestinnän kannalta merkittävin lienee hallinnointikoodin johdannossa esiintyvä kohta *Yhteydenpito osakkeenomistajien kanssa*, joka kuuluu seuraavasti:

Suomessa katsotaan vakiintuneesti, että yhtiön on suhtauduttava pidättyvästi yhtiötä koskevien tietojen antamiseen yksittäisille osakkeenomistajille, jollei sama tieto ole saatavilla kaikille sijoittajille. Yhdenvertaisuusperiaate, sisäpiirisääntely, johdon salassapito- ja lojaliteettivelvollisuus sekä esimerkiksi kilpailuoikeudelliset syyt rajoittavat yhtiöitä koskevien tietojen antamista ja vastaanottamista.

Osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden tai tasapuolisen kohtelun kannalta ei ole estettä sille, että yksittäinen osakkeenomistaja kertoo näkemyksiään yhtiön johdolle, joka ottaa saamansa tiedon harkintansa mukaan huomioon omassa päätöksenteossaan. Suomessa on myös vakiintuneesti katsottu, että yhtiökokouksen päätösvaltaan kuuluvissa asioissa voi olla yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien edun mukaista, että hallitus on tietoinen merkittävää äänivaltaa käyttävien osakkeenomistajien mielipiteestä valmisteltavana olevaan päätösesiasiaan.

Mikäli hallitus huolellisen tilannearvion perusteella katsoo, että keskustelu osakkeenomistajan kanssa ja tietojen antaminen on käsillä olevassa tilanteessa mahdollista ja yhtiön edun mukaista, hallituksen on varmistettava päätöksenteon asianmukaisuus yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien kannalta. Menettelytapojen ja keskusteluun osallistuvien henkilöiden selkeä määrittely tukee hallituksen päätöksenteon asianmukaisuutta.<sup>155</sup>

Edellä esitetystä voinee todeta, että vuorovaikutteisuutta tulee sen perusteella toteuttaa harkiten. Osakkeenomistajan toimesta on sallittua esittää kannanottoja, mutta yhtiö ei saa osallistua vuorovaikutukseen yhtä vapaamuotoisesti. Toisaalta viimeisen kappaleen perusteella tiettyjen ehtojen täytyessä yhtiön ja osakkeenomistajan kanssa käytävä

---

<sup>154</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2022: 9–10, 12, 46; Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 12

<sup>155</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 11

vastavuoroinen vuorovaikutus katsotaan sallituksi. Tällöin kuitenkin on huolehdittava menettelyn säännönmukaisuudesta.

Siinä missä Pörssin säännöissä veloitetaan tiedonantopolitiikan laatimiseen, sisältyy hallinnointikoodiin ohjeistusta koskien palkitsemispolitiikkaa ja tähän liittyvää palkitsemisraporttia. Palkitsemispolitiikkaan ja tästä raportoimiseen liittyen on lisäksi olemassa sääntelyä osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkina-<sup>156</sup> laissa. Tarkastelun perusteella palkitsemispolitiikka ja tiedonantopolitiikka vaikuttavat olevan ainoat politiikat, joita Pörssin säännöt, hallinnointikoodi ja ostotarjouskoodi liikkeeseenlaskijoilta edellyttävät.

Hallinnointikoodissa erotellaan pörssitiedottaminen ja ”muunlainen tiedonanto”. Myös käsite *sijoittajainformaatio* esiintyy hallinnointikoodin osiossa *Hallinnointia koskeva raportointi* kohdassa *B. Muut yhtiön internetsivuilla annettavat tiedot*. Käsitettä ei kuitenkaan määritellä. Hallinnointikoodissa käytetään lisäksi ilmaisua ”sijoittajaystävällinen” asiayhteydessä, joka liittyy tietojen antamisen esittämistapaan. Sijoittajat huomioidaan myös esimerkiksi siten, että yhtenä hallinnointikoodin tehtävistä katsotaan olevan se, että sijoittajat voivat hallinnointikoodin avulla saada tietoa hyvästä hallinnointitavasta, mikä tukee heitä yhtiöiden hallinnointitavan hyvyyden arvioinnissa.<sup>157</sup>

Hallinnointikoodilla ja sijoittajaviestinnällä voidaan nähdä yhteneväisiä tavoitteita: *avoimuus* ja *läpinäkyvyys* tuodaan esiin sekä hallinnointikoodilla tavoiteltavina seikkoina että esimerkiksi Kurosen mukaan sijoittajaviestinnällä edistettävänä tekijöinä <sup>158</sup> . Läpinäkyvyys tuodaan esiin myös Pörssin säännöissä asiayhteydessä, joka koskee tietojen esittämistä Internetsivustolla <sup>159</sup> . Se esiintyy myös ostotarjouskoodissa

---

<sup>156</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 41, 54–71; 21.7.2006/624; 14.12.2012/746

<sup>157</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 5, 6, 49, 52, 53

<sup>158</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 13; Kuronen 2016: 48–49

<sup>159</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 30

esimerkiksi siten, että ”arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden” todetaan olevan yksi seikoista, jonka tulisi ohjata liikkeeseenlaskijoiden menettelytapoja<sup>160</sup>.

Hallinnointikoodin ja ostotarjouskoodin lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys on julkaissut asiakirjamalleja, kuten tiedonantopolitiikkamallin sekä mallit koskien yhtiökokouskutsua ja yhtiökokouksesta laadittavaa pöytäkirjaa<sup>161</sup>. Sen sijaan *Finanssialan ohjeet ja hyvät käytänteet* sisältävät hyvää pankkitapaa ja hyvää vakuutustapaa koskevat julkaisut, mutta tehdyn tiedonhaun perusteella vastaavaa julkaisua koskien hyvää arvopaperitapaa ei ole saatavilla<sup>162</sup>.

Edellä esitetyn perusteella voinee todeta, että itsesääntelyssä vaikuttaa olevan jokseenkin enemmän ohjeistusta liittyen tiedonantoon ja tietojen esittämiseen, kuten Internetsivustoon, josta on olemassa myös ylemmän tasoista sääntelyä. Kuitenkaan itsesääntelyssä ei oteta enenevässä määrin kantaa siihen, miten sijoittajaviestintää tulee toteuttaa siltä osin, kuin siitä ei ole olemassa sääntelyä ylemmän tasoisin normein. Hallinnointikoodissa esiintyvä ”sijoittajaystävällinen” lienee tapaa kuvaava ilmaisu, joka esiintyy pelkästään itsesääntelyn tasolla, mutta myös tämä asiayhteydeltään liittyä tietojen esittämiseen<sup>163</sup>. Toisaalta esimerkiksi tiedonantopolitiikka ja tapahtumakalenteri ovat sellaisia sijoittajaviestinnän kannalta merkittäviä käytäntöjä, joihin liittyvä ohjeistus sisältyy pelkästään itsesääntelyyn.

### 3.2.3 Oikeuskäytäntö

Itsesääntelyn lisäksi oikeuskäytäntö on toinen tekijä, jonka perusteella voidaan luoda kokonaiskuvaa hyvästä arvopaperimarkkinatavasta. On kuitenkin huomioitava, että esimerkiksi Knuts ja Parkkonen sekä Häyrynen ja Kajala toteavat hyvää

---

<sup>160</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2022: 8

<sup>161</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry n.d. -c

<sup>162</sup> Finanssiala ry n.d. -b

<sup>163</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 49, 53

arvopaperimarkkinatapaa ilmentävää oikeuskäytäntöä olevan olemassa suhteellisen vähäinen määrä<sup>164</sup>. Esimerkkinä arvopaperimarkkinaoikeuden oikeudenalalle sijoittuvasta oikeustapauksesta on KKO:2013:53, jossa on kyse tiedottamisrikkeestä arvopaperimarkkinoilla ja jossa arvioitavana on tiedottamisen oikea-aikaisuus. Viimeisimpänä on vuonna 2024 annettu tuomio KKO:2024:25, jota tarkastellaan tarkemmin luvussa 4.3. Näiden lisäksi on olemassa oikeustapaukset KKO:2000:82, KKO:2006:110 ja KKO:2009:1.<sup>165</sup>

### 3.2.4 Periaatteet

Määritettäessä hyvää arvopaperimarkkinatapaa voidaan itsesääntelyn ja oikeuskäytännön lisäksi ottaa toissijaisesti huomioon ne periaatteet, joita arvopaperimarkkinaoikeudellisen lainsäädännön voidaan katsoa ilmentävän ja joiden toteutumista sääntelyllä pyritään tavoittelemaan. Sekä Knuts ja Parkkonen että Häyrynen ja Kajala tuovat tällaisina esiin alaluvussa 2.1.1 käsiteltyjen *tehokkuuden* ja *luottamuksen ohella puolueettomuuden* sekä *tasapuolisuuden*.<sup>166</sup>

---

<sup>164</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 21; Häyrynen & Kajala 2013: 52

<sup>165</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>166</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 20–21; Häyrynen & Kajala 2013: 51

## 4 Tiedonantopolitiikka määrittämässä tiedonantoa

### 4.1 Yleisesti tiedonantopolitiikasta

Tiedonantopolitiikka – englannin kielellä *disclosure policy* – on pörssiyhtiöittäin toimitettava kirjallinen esitys, johon yhtiö on määrittänyt toimintatapansa koskien tietojen antamista ja muuta sijoittajaviestintää<sup>167</sup>. Tiedonantopolitiikan olemassaolon lisäksi siihen linjatut toimintatavat tulee toimeenpanna yhtiössä ja niihin tulee sitoutua, minkä takia tiedonantopolitiikka voidaan katsoa sekä sisäiseksi että ulkoiseksi viestinnäksi<sup>168</sup>. Tiedonantopolitiikka johdonmukaistaa ja läpinäkyvöittää tiedonantoon liittyviä toimintatapoja. Tiedonantopolitiikka ja tiedottaminen laadittua tiedonantopolitiikkaa noudattaen toteuttavatkin luvussa 2.1.2 käsiteltyä *johdonmukaisuusvaatimusta*.<sup>169</sup> Aikaisemmin tiedonantopolitiikka on ollut vuosina 2004 ja 2007 säädettyjen avoimuusdirektiivien myötä vuonna 2008 annettu suositus Finanssivalvonnalta, mutta sittemmin laadintaan on velvoitettu itsesääntelyn tasolla, sillä nykyisin tiedonantopolitiikkaa koskeva ohjeistus sisältyy Pörssin sääntöihin<sup>170</sup>.

Tiedonantopolitiikkaa koskee Pörssin sääntöjen alaluvun 2.15.3. *Sisäiset menettelytavat ja järjestelmät* kohta b). Siinä todetaan tiedonantopolitiikasta seuraavalla tavalla:

Liikkeeseenlaskijalla tulee olla tiedonantopolitiikka, jotta se voi täyttää velvollisuutensa toimittaa markkinoille oikea-aikaista, luotettavaa, täsmällistä ja ajantasaista informaatiota. Tiedonantopolitiikka tulee laatia niin, että tiedonantovelvollisuuden noudattaminen ei ole riippuvainen yhdestä henkilöstä ja niin että se soveltuu kyseiselle Liikkeeseenlaskijalle. Markkinoille toimitettavan tiedon tulee olla oikeaa, merkityksellistä ja luotettavaa ja se tulee julkistaa tämän Sääntökirjan kappaleen 3 mukaisesti.<sup>171</sup>

Lisäksi kohta sisältää lausuman tiedonantopolitiikan tehtävästä sekä kuvauksen aihealueista, joita tiedonantopolitiikka saattaa yleensä sisältää.<sup>172</sup>

---

<sup>167</sup> Virtanen 2010: 96, 111; Häyrynen & Kajala 2013: 631–632

<sup>168</sup> Kuronen 2016: 51; Finanssivalvonta 2023

<sup>169</sup> Kuronen 2016: 48; Knuts & Parkkonen 2014: 146; Kanervo & Knuts 2004–; Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 1

<sup>170</sup> Kuronen 2016: 51; Virtanen 2010: 111; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21

<sup>171</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20

<sup>172</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21

Edellä esitetyn perusteella tiedonantopolitiikasta voinee todeta sen, että se on olemassa määriteltä tavoitetta varten, mutta se ei esimerkiksi ole määrämuotoinen. Arvopaperimarkkinayhdistyksellä on kuitenkin olemassa malli tiedonantopolitiikan laatimista varten<sup>173</sup>. Esimerkiksi Virtanen antaa tiedonantopolitiikan ohjeelliseksi pituudeksi 8–10 sivua, joskin hän toteaa pituuksien tyyppillisesti vaihtelevan 2–10 sivun välillä<sup>174</sup>.

Sisällöllisesti tiedonantopolitiikassa on kyse toimintatavoista koskien erilaisia tiedonantoon ja sijoittajasuhdetoimintaan liittyviä tilanteita, kuten sijoittajatapaamisia, tulevaisuudennäkymiä, tulosvaroituksia sekä sisäpiiritietoa ja kriisitilanteita. Tiedonantopolitiikassa voidaan kertoa, ketkä vastaavat yhtiön tiedottamisesta sekä edustamisesta ja missä kanavissa viestintää toteutetaan. Tiedonantopolitiikka usein sisältää linjauksen, mitä julkistetaan pörssitiedottein ja mitä tiedotetaan puolestaan lehdistötiedottein. Yhtiö voi myös ottaa kantaa siihen, miten tiedon olennaisuuden arviointi tapahtuu. Tiedonantopolitiikka saattaa sisältää yleisemminkin tietoa sijoittajasuhdetoiminnan tavoitteista ja toteutustavoista. Lisäksi tiedonantopolitiikassa voidaan määrittää tiedonantopolitiikan päivittämisen aikaväli. Tiedonantopolitiikkaa suositellaan päivitettävän ainakin kerran vuodessa.<sup>175</sup>

Mitä tulee tiedonantopolitiikan merkityksiin, Häyrynen ja Kajala huomioivat ensinnäkin tiedonantopolitiikan osana yhtiöiden sisäistä valvontaa. Tällä he viittaavat siihen, että tiedonantopolitiikka lukeutuu toimintaohjeisiin, jotka ovat tapa toteuttaa sisäistä valvontaa.<sup>176</sup> Poliitikat ovatkin yksi sisäisen valvonnan kontrolleista eli keinoista pyrkiä varmentamaan yritystoiminnan säännönmukaisuus. Poliitikoille on kontrolleina ominaista, että niille on annettuna hallituksen tai muun johdon hyväksyntä.<sup>177</sup> Toisekseen esimerkiksi Virtanen tuo esiin sen, että tiedonantopolitiikka saattaa olla

---

<sup>173</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016

<sup>174</sup> Virtanen 2010: 113

<sup>175</sup> Virtanen 2010: 112–113; Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 3–7

<sup>176</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 631–632

<sup>177</sup> Ratsula 2024: 183–184, 255–256

merkitsevä oikeudellisten vaikutusten näkökulmasta. Hänen mukaansa tiedonantopolitiikkaa ei tulekaan käsittää muodollisuutena.<sup>178</sup> Tätä näkökulmaa tarkastellaan tarkemmin jäljempänä luvussa 4.3.

## 4.2 Yhtiöiden tiedonantopolitiikat

Kurosen artikkelista käy ilmi, että suomalaisten yhtiöiden tiedonantopolitiikat ovat olleet tarkastelun kohteena jo esimerkiksi hänen ja Koskelan julkaisussa vuonna 2014<sup>179</sup>. Tarkasteltaessa satunnaisten kotimaisten pörssiyritysten tämänhetkisiä tiedonpolitiikkoja vaikuttavat nämä pääasiallisesti olevan yhteneväisiä, vaikkakin sisällöt ja noudatettavat käytännöt vaihtelevat yhtiöittäin. Eriäviä käytäntöjä on havaittavissa esimerkiksi tiedonantopolitiikan laajuuden ja saatavuuden osalta. Osalla yhtiöistä on verkkosivullaan saatavilla tiedonantopolitiikka erillisenä dokumenttina, joka pituudeltaan koostuu useammasta sivusta<sup>180</sup>. Toiset yhtiöt ovat kertoneet tiedonantopolitiikastaan verkkosivullaan tälle varatussa osiossa<sup>181</sup>. Joiltakin yhtiöiltä ei onnistuttu löytämään tiedonantopolitiikkaa heidän verkkosivustoltaan.

Mitä tulee yksittäisiin havaintoihin, Suomessa noteeratuista pörssiyrityksistä vähintään yhdellä on tällä hetkellä tiedonantopolitiikkansa mukaan erillinen *tiedonantotyöryhmä*<sup>182</sup>. Ainakin yksi yhtiöistä tuo esiin myös eettisyys- ja kestävyysnäkökulman tiedonantopolitiikassaan todeten heidän viestintänsä yhtenä pyrkimyksenä olevan ”– välittää kuvaa [yhtiöstä] vastuullisena ja eettisenä yhtiönä”<sup>183</sup>. Vaikka Pörssin säännöissä veloitetaan laatimaan – ei toisin sanoen julkaisemaan – tiedonantopolitiikka, poikkeavampana käytäntönä voinee pitää sitä, että yksi yhtiöistä lausuu verkkosivuillaan tiedonantopolitiikastaan pelkästään sen, että heillä on olemassa

---

<sup>178</sup> Virtanen 2010: 112

<sup>179</sup> Kuronen 2016: 48, 51

<sup>180</sup> Ks. esim. Mandatum Oyj 2024 ja Sanoma Oyj 2019

<sup>181</sup> Ks. esim. Kesko Oyj 2021 ja Elisa Oyj 2023

<sup>182</sup> Ks. UPM-Kymmene Oyj 2016

<sup>183</sup> Ks. Orion Oyj 2024

hallituksen hyväksymä tiedonantopolitiikka tuomatta tämän sisältöä muutoin julki<sup>184</sup>. Eräällä yhtiöllä on tiedonantopolitiikan sijaan verkkosivuillaan *Sijoittajasuhdepolitiikka*<sup>185</sup>. Joillakin yhtiöillä on saatavilla tiedonantopolitiikka vain englanninkielisenä<sup>186</sup>.

Virtasen mukaan yksi tiedonantopolitiikassa määritettävistä asioista voi olla se, ”miten tapahtuman tai päätöksen olennaisuutta arvioidaan”<sup>187</sup>. Pääasiallinen käytäntö vaikuttaa tarkastelun perusteella olevan se, että yhtiöt antavat esimerkkejä tapahtumista, joiden katsotaan luonteeltaan olevan olennaisia, mikä on myös Arvopaperimarkkinayhdistyksen mallissa esitetty tapa<sup>188</sup>.

### 4.3 Tiedonantopolitiikan oikeudellinen vaikutus

Sen lisäksi että tiedonantopolitiikka on johdonmukaisuusvaatimuksen ja toiminnan läpinäkyvyyden kannalta tärkeä, saattaa sillä olla myös oikeudellisia vaikutuksia<sup>189</sup>. Useimmiten tällaisena tuodaan esiin tiedonantopolitiikan suojaava vaikutus arvioitaessa tiedonantorikkomusta huolellisuuden näkökulmasta<sup>190</sup>. Kuitenkin oikeustapaus KKO:2024:25 osoittanee, että tiedonantopolitiikka tai ”tiedottamiskäytäntö” saattaa merkitä myös arvioitaessa tiedon olennaisuutta, mikä voi tulla kyseeseen esimerkiksi tarkasteltaessa yhtiön tiedonantoa mahdollisen arvopaperimarkkinoilla tapahtuvan tiedottamisriikkeen tai sisäpiiritiedon väärinkäytön näkökulmasta. Oikeustapaus KKO:2024:25 huomioidaan Kanervon ja Knutsin toimesta eri asiayhteyksissä, kuten edellä mainitun tiedon olennaisuuden arvioinnin näkökulmasta.<sup>191</sup>

---

<sup>184</sup> Ks. Oriola Oyj (n.d.)

<sup>185</sup> Ks. KONE Oyj (n.d.)

<sup>186</sup> Ks. esim. Fortum Oyj 2023

<sup>187</sup> Virtanen 2010: 112

<sup>188</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016 5–6

<sup>189</sup> Virtanen 2010: 112

<sup>190</sup> Ks. Virtanen 2010: 112; Vaattovaara 2015: 71; Häyrynen & Kajala 2013: 631–632

<sup>191</sup> Kanervo & Knuts 2004–

Vuonna 2024 korkeimman oikeuden antamassa tuomiossa KKO:2024:25 on kyse sisäpiiritiedon väärinkäytön ja törkeän sisäpiiritiedon väärinkäytön täyttymisen edellytyksistä. Syytteen saanut henkilö on pörssiyhtiön toimitusjohtajana toimiessaan ja näin ollen asemansa takia sisäpiiriin kuuluvana hankkinut omaan ja toisen osapuolen omistukseen huomattavan määrän sen pörssiyhtiön osakkeita, jonka johdossa hän on toiminut. Noin kuukausi osakkeiden hankinnasta yhtiö on tiedottanut merkittävästä tilauksesta, joka on ollut suuruudeltaan yhtiön odotuksia suurempi. Tuomioistuinten arvioitavana on ollut, onko teko kuvaukseltaan sellainen, että tapahtunut tulee katsoa sisäpiiritiedon väärinkäytökseksi<sup>192</sup>.

Tapaus on ratkaistu eriasteisissa tuomioistuimissa siten, että kärjäoikeus on antanut syytetylle tuomion sisäpiiritiedon väärinkäytöstä. Sen sijaan hovioikeus on katsonut, että syytetty ei ole syyllistynyt tapauksessa rikolliseen toimintaan. Asian edettyä korkeimpaan oikeuteen korkein oikeus on puolestaan ratkaisussaan päätenyt siihen, että syytetty tulee tuomita törkeästä sisäpiiritiedon väärinkäytöstä vedoten muiden muassa Euroopan Unionin tuomioistuimen oikeuskäytäntöön ja kansalliseen oikeuskäytäntöön. Käsittelemämme aiheen näkökulmasta on hyvä ottaa huomioon se, että yhtiön tiedonantopolitiikalle on myös annettu painoarvoa perusteluissa arvioitaessa olennaisuuden edellytystä. Vaikka ratkaisussa käytetään ilmaisua ”tiedottamiskäytäntö”, rinnastettaneen se tiedonantopolitiikkaan. Perusteluissa todetaan seuraavalla tavalla:

35. Yhtiön osavuositiedotuksen 1.1.–31.3.2014 yhteydessä julkistetun yhtiön tiedottamiskäytännön mukaan tiedottamiskäytäntöä oli päätetty tarkentaa siten, että yhtiö tiedottaa pörssitiedotteella johdonmukaisesti, ilman aiheetonta viivytystä seuraavista arvopaperin arvon kannalta merkittävistä tilauksista: 1. Tilaus uudelta asiakkaalta, 2. Vähintään 1,0 miljoonan euron arvoinen tilaus ja 3. Uusia strategisia tuotteita koskeva tilaus.

Yhtiö on toisin sanoen tuonut julki määritellyn rahamääräisen summan, jonka suuruuden ylittävistä tilauksista yhtiö tiedonantopolitiikkansa mukaisesti antaa tiedon pörssitiedotteena.<sup>193</sup>

---

<sup>192</sup> KKO:2024:25

<sup>193</sup> KKO:2024:25

Arvioitaessa, onko kyseessä ollut sisäpiiritiedoksi katsottava tieto, on muiden muassa huomioitu, että yhtiön julkistaman käytännön mukaisesti tieto ylittää tiedon julkistamisen kriteerin ollen täten olennaisena pidetty tieto. Tämän on nähty argumentoivan sen puolesta, että tieto on tulkittava sisäpiiritiedoksi. Tätä voinee pitää osoituksena siitä, miten tiedonantopolitiikalla ja yleisemmin tiedottamiseen liittyvillä käytännöillä voi olla ”juridista merkitystä”<sup>194</sup>.

Toisekseen voimme huomioida, että korkein oikeus toteaa hyötymistarkoitusta koskevien perusteluiden yhteydessä seuraavasti: ”Osakekaupat arvopaperimarkkinoilla tehdään jo lähtökohtaisesti nimenomaan taloudellisen hyödyn hankkimisen tarkoituksessa.” Tämän voinee tulkita ilmentävän sitä, että oikeuskäytäntö katsoo sijoittajien motiivin olevan ensi sijassa taloudellinen. Toisaalta voidaan todeta, että syytetyn motiivia arvioidessa pidetään mahdollisena myös ”muiden hyväksyttävien syiden” olemassaolo, joskaan näitä ei määritellä sen tarkemmin.<sup>195</sup>

---

<sup>194</sup> Virtanen 2010: 112; Annola 2004: 37–38

<sup>195</sup> KKO:2024:25

## 5 Tiedonantopolitiikka ja sijoittajaviestintä

### 5.1 Sijoittajaviestinnästä ja sijoittajasuhteista

Käsitteenä *sijoittajaviestintä* voidaan määritellä yritysviestinnän osa-alueeksi, joka pyrkii tarjoamaan markkinatoimijoille<sup>196</sup> tietoa yrityksestä ja sen liiketoiminnasta.<sup>197</sup> Kurosen julkaisun mukaisesti sijoittajaviestintä koostuu kolmesta tekijästä: ”normien mukaisesta tiedonannosta, sitä täydentävästä viestinnästä sekä kaksisuuntaisesta viestinnästä”<sup>198</sup>. Sijoittajaviestinnälle läheinen käsite on *sijoittajasuhteet*, jota usein käytetään korostettaessa sijoittajasuhdetoiminnan kahdenkeskistä luonnetta, kun taas sijoittajaviestinnässä nähdään useammin olevan kyse liikkeeseenlaskijan toimesta tapahtuvasta tiedonannosta. Sijoittajasuhteet tunnetaan englannin kielellä käsitteenä *Investor Relations* – lyhennettynä *IR*.<sup>199</sup>

Yhtiön koko ja elinkaarivaihe arvopaperimarkkinoilla voivat vaikuttaa siihen, miten sijoittajasuhdetoiminta yhtiössä organisoidaan<sup>200</sup>. Sijoittajasuhdetoiminta voi olla esimerkiksi joko toimitusjohtajan ja talousjohtajan vastuulla, tai se voi olla delegoitu erilliselle sijoittajasuhteista vastaavalle tai yrityksen viestinnälle ja lakiasioille. Mahdollista on myös hyödyntää ulkopuolista konsultointia.<sup>201</sup> Vaikka sijoittajasuhdetoiminnasta vastaisi yhtiössä operatiivisesti erillinen vastuuhenkilö tai IR-toiminto, kantavat toimitusjohtaja ja hallitus kuitenkin oikeudellisesti vastuun siitä, että tiedottaminen on säännönmukaista<sup>202</sup>. Mitä tulee sijoittajasuhdetoiminnan

---

<sup>196</sup> Sijoittajaviestinnän määritelmät vaihtelevat siten, että sen kohderyhmänä voidaan vaihtoehtoisesti käyttää myös *sidosryhmiä*. Sidosryhmienkin määrittely voi vaihdella siten, että esimerkiksi Ikäheimon mukaan analyytikoita tai mediaa ei katsota yhtiön varsinaisiksi sidosryhmiksi, minkä takia tässä tutkielmassa määritellään kohderyhmäksi *markkinatoimijat* mukaillen Pesosen määritelmää. Pesonen määrittää sijoittajaviestinnän kohderyhmiksi ”omistajat, potentiaaliset sijoittajat, median sekä analyytikot”. Ikäheimo & muut 2014: 45; Pesonen 2012: 87

<sup>197</sup> Hirsto & Koskela 2021: 94; Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 104; Pesonen 2012: 104

<sup>198</sup> Kuronen 2016: 51

<sup>199</sup> Hirsto & Koskela 2021: 94; Virtanen 2010: 13–14

<sup>200</sup> Angervuo & muut 2004: 97–99; Virtanen 2010: 114–116

<sup>201</sup> Virtanen 2010: 114–116

<sup>202</sup> Virtanen 2010: 114

toteuttamiseen, esimerkiksi Virtanen toteaa käytössä olevista toteutustavoista seuraavalla tavalla:

Sijoittajaviestinnän keskeiset välineet ovat pörssitiedotteet, säännöllisesti julkistettavat vuosi- ja osavuosituloksista kertovat raportit ja niihin liittyvät esitykset, internetsivut sekä erilaiset sijoittajatilaisuudet. Merkittävimpiä tilaisuuksia ovat pääomamarkkinapäivät, yksittäiset sijoittajatapaamiset ja roadshow't sekä yhtiökokous.<sup>203</sup>

Käsite *roadshow* tarkoittaa sijoittajakiertuetta, jonka aikana yhtiön edustajat tapaavat sijoittajia eri sijainneissa, usein jopa useammassa maassa<sup>204</sup>.

Liikkeeseenlaskijan näkökulmasta sijoittajaviestinnällä on merkitystä siten, että odotusten mukainen tai odotukset ylittävä sijoittajaviestintä voi vaikuttaa myönteisellä tavalla sijoittajien mielikuvaan yhtiöstä ja sen liiketoiminnasta tehden yhtiöstä houkuttelevan sijoituskohteen. Tämä voi heijastua myönteisesti arvopaperin vaihdon määrään sekä markkina-arvoon.<sup>205</sup> Sijoittajille puolestaan sijoittajaviestinnän keinoin tarjotaan mahdollisuus saada yhtiötä koskevaa tietoa, jota he voivat hyödyntää sijoituksia koskevassa päätöksenteossaan<sup>206</sup>. Sijoittajasuhdetoiminnan ensisijaisena vastuuna pidetäänkin sitä, että arvopaperin arvoon vaikuttava tieto tulee annetuksi tehokkaasti. Tämän lisäksi sen tehtäväalueelle kuuluu muiden muassa omistajuuksien hallinta ja hankkiminen sekä yleisesti markkinoiden tunteminen.<sup>207</sup>

Sijoittajasuhteilla on myös rooli strategisesta näkökulmasta ja lisäksi kyseeseen voi tulla yritysjohdon konsultointi<sup>208</sup>. Saattaa olla yhtiön intressien mukaista, mikäli sijoittajien näkemykset ja sijoitusstrategiat ovat yhteneväisiä paitsi keskenään myös yhtiön liiketoiminnallisen strategian kanssa. Koska osakkeenomistajilla on äänivalta, pystyvät he täten vaikuttamaan yhtiön päätöksentekoon ja yhdenmukaisen konsensuksen puuttuessa voi olla haastavampaa esimerkiksi kehittää yhtiötä tietynlaiseen suuntaan.

---

<sup>203</sup> Virtanen 2010: 136

<sup>204</sup> Angervuo & muut 2004: 145–146; Isohookana 2007: 201; Virtanen 2010: 109

<sup>205</sup> Pesonen 2012: 87; Virtanen 2010: 95–96

<sup>206</sup> Angervuo & muut 2004: 21

<sup>207</sup> Virtanen 2010: 108

<sup>208</sup> Virtanen 2010: 108

Tämän takia yhtiöillä saattaa olla pyrkimys vaikuttaa siihen, millaiset sijoittajat yhtiön osakkeita omistavat. Angervuo ja muut käyttävät teoksessaan tästä ilmaisua *omistajarakennestrategia*. Heidän mukaansa sijoittajaviestinnällä on merkitystä tähän esimerkiksi siten, että ”hallitus ja yritysjohto voivat kohdistaa sijoittajasuhdetoiminnan viestintätoimenpiteitä sellaisten sijoittajien suuntaan, joiden osuuden toivotaan kasvavan yrityksen omistajakunnassa”.<sup>209</sup> Myös Virtasen teoksessa tuodaan esiin samansuuntaisia näkemyksiä<sup>210</sup>.

Yhtiö voi laatia erillisen strategian siitä, mikä on suunnitellun mukainen tapa toteuttaa sijoittajaviestintää ja sijoittajasuhdetoimintaa heidän yhtiössään. Tätä kutsutaan *IR-strategiaksi*. Siinä voidaan huomioida myös edellä esitetty omistajarakennestrategia siten, että yhtiö määrittää IR-strategiaa laatiessaan heidän sijoittajaviestinnällään tavoitteleman kohderyhmän. Tiedonantopolitiikasta IR-strategia eroaa siten, että IR-strategiaa ei välttämättä tuoda vastaavalla tavalla julki. Kuitenkin tiedonantopolitiikka usein ilmentää yhtiön IR-strategiaa keskeisin osin.<sup>211</sup>

Ennen kuin siirrytään uudelle tilikaudelle, pörssiyhtiön tulee olla antanut etukäteen tiedoksi ajankohdat, jolloin julkistetaan säännöllistä informaatiota ja pidetään yhtiökokous. Toisin sanoen yhtiöiden tulee ylläpitää tapahtumakalenteria, mihin velvoittavat Pörssin säännöt. Riippuen tapahtumasta ajankohta tulee antaa joko päivän tai viikon tarkkuudella. Vaikka sääntöjen määrittämä velvoite koskee säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen liittyviä tapahtumia ja yhtiökokousta, on suositeltavaa kuitenkin sisällyttää tapahtumakalenteriin myös muut sijoittajasuhdetoimintaan liittyvät tapahtumat.<sup>212</sup> Tapahtumakalenteri toimii eräänlaisena vuosikellona, joka ohjaa sijoittajaviestintää ja sijoittajasuhdetoimintaa<sup>213</sup>.

---

<sup>209</sup> Angervuo & muut 2004: 165–166

<sup>210</sup> Virtanen 2010: 105–107

<sup>211</sup> Virtanen 2010: 105–107, 113

<sup>212</sup> Knuts & Parkkonen 2014: 175; Virtanen 2010: 108–110

<sup>213</sup> Virtanen 2010: 108–110

## 5.2 Sijoittajaviestinnän kehitystä

Suomessa sijoittajasuhdetoimintaa on alettu harjoittaa viime vuosituhanen loppupuolella – enenevässä määrin arvopaperimarkkinoiden tultua vapautetuksi näihin kohdistuvilta rajoitteilta<sup>214</sup>. Sijoittajaviestinnällä tavoitellaan sijoittajien luottamusta, eli sillä on yhteneväinen tavoite kuin arvopaperimarkkinaoikeudellisella sääntelyllä<sup>215</sup>. Tavoitteen taustalla on vaikuttanut vuosituhanen vaihteen aikoihin Yhdysvalloissa koettu tapaus, jossa pörssiyrityöiden toimesta annettiin laajamittaisesti harhaanjohtavia ellei totuudenvastaisia taloudellisia tietoja. Tapahtuneen takia koettiin tarpeellisena, että luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaa kohtaan tulisi pystyä eheyttämään, minkä seurauksena Yhdysvalloissa asetettiin tietojen antamiseenkin liittyvä *Sarbanes Oxley Act*.<sup>216</sup> Kahta vuonna tästä myöhemmin EU-oikeudessa on säädetty ensimmäinen *avoimuusdirektiivi*, johon on saatettu ottaa vaikutteita tiedonantoa ja eettisyyttä käsittelevästä Sarbanes Oxley Actista<sup>217</sup>.

Virtasen vuonna 2010 julkaistussa teoksessa todetaan lisäksi, että sijoittajaviestinnässä on ollut nähtävissä siirtyminen kohti riskiperusteisempaa tiedonantoa, mihin puolestaan on vaikuttanut vuonna 2008 koettu taloudellinen kriisi. Toisena yleistyvänä teemana hän on tällöin esittänyt myös hallinnon hyvyyteen liittyvät seikat sekä vastuullisuuden<sup>218</sup>. Näitä molempia ilmentäneenä vuonna 2014 asetettu *muiden kuin taloudellisten tietojen raportointivelvoite*, jonka mukana lainsäädäntöön on tullut käsite *kestävyyseriski*. Vuonna 2015 julkaistussa artikkelissa Kuronen jakaa samansuuntaiset näkemykset kuin Virtanen. Vaikka Kuronen korostaa sijoittajien luottamuksen merkitystä IR-toiminnassa, kertoo hän tämän rinnalle keskeiseksi teemaksi tulleen legitimitetin, jolloin tavoiteltuna tilana on saada yleistä hyväksyttävyyttä yhtiön toiminnalle.<sup>219</sup>

---

<sup>214</sup> Angervuo & muut 2004: 11, 22–29

<sup>215</sup> Virtanen 2010: 24–26; Kuronen 2016: 43

<sup>216</sup> Virtanen 2010: 111; Kuronen 2016: 43; Ratsula 2024: 1; Angervuo & muut 2004: 214

<sup>217</sup> Angervuo & muut: 2004: 214

<sup>218</sup> Virtanen 2010: 234, 274

<sup>219</sup> Kuronen 2016: 43

Hirston ja Koskelan artikkelin perusteella viime vuosina on ollut nähtävissä, että on tunnistettavissa yhä useammanlaisia sijoittajia, mihin on vaikuttanut esimerkiksi sijoittamisessa yleistyneet vastuullisuus- ja eettisyysnäkökulmat sekä uudenlaiset sijoitustuotteet. Tämän takia yhdenlainen sijoittajaviestintä ei enää välttämättä vetoa yhtä laajaan joukkoon sijoittajia kuin ennen huomioiden sen, että motiivit ja strategiat sijoittamisen taustalla saattavat vaihdella. Tämän takia on ehdotettu siirtymistä *dialogiseen sijoittajaviestintään*, jossa pyritään ottamaan paremmin huomioon sijoittajien profiilit sekä näiden odotukset yritystä kohtaan. Tärkeää on kuitenkin huomioida se, että tämän muodon todetaan soveltuvan myös listaamattomien yhtiöiden sijoittajasuhdetoimintaan, jolloin sijoittajaviestintä tulee kyseeseen aikaisemmassa elinkaarivaiheessa, kuin mitä seuraavassa luvussa on esitetty, ja jolloin sääntely lienee kevyempää.<sup>220</sup>

### 5.3 Sijoittajaviestinnän asemointia

#### 5.3.1 Sijoittajaviestintä ja muu yritysviestintä

Sijoittajaviestintä lukeutuu osaksi yritysten harjoittamaa vuorovaikutusta eli yritysviestintää. Yritysviestinnässä voidaan tunnistaa *sisäinen viestintä* ja *ulkoinen viestintä* sen perusteella, kenelle viestintä on kohdistettu<sup>221</sup>. Lähtökohtaisesti yritysviestinnän katsotaan perustuvan yhtiön harkintaan, mihin viestintävelvollisuudet muodostavat poikkeuksen. Vaikka pörssiyhtiöt yhtäältä velvoitetaan tiedonantoon, ei toisaalta heidän toimintaansa kuitenkaan ohjaa julkisten toimijoiden tavoin julkisuusperiaate. On hyvä huomioida, että tiedonantovelvollisuuksien ohella pörssiyhtiöillä on salassapito-oikeus. Toisaalta pörssiyhtiöiden velvollisuus viestiä voidaan nähdä laajempaan suhteeseen yhtiöihin, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin

---

<sup>220</sup> Hirsto & Koskela 2021: 92–107

<sup>221</sup> Pesonen 2012: 114

kohteena, sillä näillä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta tiedottaa toiminnastaan.<sup>222</sup> Sijoittajaviestintään katsotaankin aihealueena liittyvän paljon sääntelyä.<sup>223</sup>

Lohtaja-Ahosen ja Kaihovirta-Rapon mukaan sijoittajaviestintää voidaan tarkastella suhteessa muuhun yritysviestintään myös tyyllisten tekijöiden ja elinkaaren perusteella. Esimerkiksi markkinointiviestintään verrattuna sijoittajaviestintää voidaan pitää tyyliään hillitympänä ja numeropohjaiseen tietoon perustuvana.<sup>224</sup> Lisäksi adjektiivien käyttö edellyttää sijoittajaviestinnässä hyväksyttävämpää syytä, minkä toteaa myös Isohookana<sup>225</sup>. Lohtaja-Ahonen ja Kaihovirta-Rapo esittävät lisäksi, että yritysviestinnän eri alalajeja käytetään eriaikaisesti riippuen siitä, missä vaiheessa elinkaartaan yritys on. Tässä suhteessa sijoittajaviestintä sijoittuu jälkimmäiseksi muihin yritysviestinnän osa-alueisiin nähden, sillä sen käyttö tulee kyseeseen toiminnan laajennuttua riittävällä tavalla ja kun yritykselle pyritään hakemaan lisää pääomaa arvopaperimarkkinoilta. Sen sijaan esimerkiksi aikaisemmin mainittua markkinointiviestintää käytetään usein yritystoiminnan alusta alkaen.<sup>226</sup>

### 5.3.2 Sijoittajaviestintä ja tiedonantovelvollisuudet

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus ja sen toteuttaminen – pörssitiedottaminen – kuuluu osaksi sijoittajaviestintää<sup>227</sup>. Se voidaan priorisoida jopa sijoittajaviestinnän ensisijaiseksi vastuuksi<sup>228</sup>. Kuten aikaisemmin käsitelimme, tiedonantovelvollisuuksien perusteella julkaistaan säänneltyjä tietoja, jotka tulee julkistaa arvopaperimarkkinalain määräämällä tavalla ja jotka yhtiöiden tulee vähintään antaa markkinoille tiedoksi. Lisäksi tarkastelimme tiedonannolle asetettuja vaatimuksia. Sijoittajaviestintää on kuitenkin myös lehdistötiedottein tapahtuva tiedottaminen,

---

<sup>222</sup> Pesonen 2012: 116

<sup>223</sup> Hirsto & Koskela 2021: 93

<sup>224</sup> Lohtaja-Ahonen & Kaihovirta-Rapo 2012: 15–16

<sup>225</sup> Lohtaja-Ahonen & Kaihovirta-Rapo 2012: 16; Isohookana 2007: 201–202

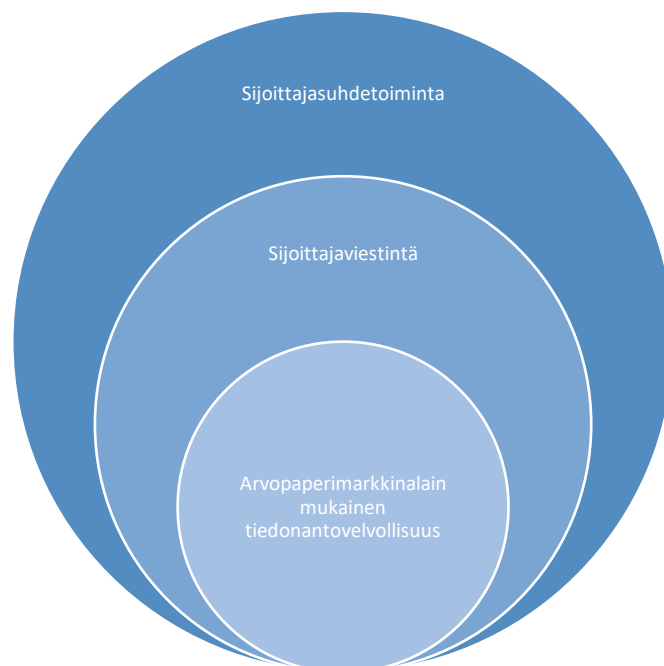
<sup>226</sup> Lohtaja-Ahonen & Kaihovirta-Rapo 2012: 18

<sup>227</sup> Angervuo & muut 2004: 21

<sup>228</sup> Virtanen 2010: 108

jolloin sijoittajaviestintä on tiedonantovelvollisuuksia laajempi käsite. Sijoittajaviestinnässä voikin olla kyse säänneltyjen tietojen lisäksi muunlaisen sijoittajainformaation antamisesta, jolla ei ole merkitystä arvomuodostuksen näkökulmasta mutta jota sijoittaja voi kuitenkin ottaa huomioon päätöksenteossaan.<sup>229</sup>

Huomioiden lisäksi, että vaikka alaluvussa 4.1. todettiin sijoittajaviestinnän ja sijoittajasuhdetoiminnan olevan toisilleen rinnakkaiset käsitteet, esimerkiksi Angervuon ja muiden teoksen perusteella sijoittajasuhdetoiminta voidaan kuitenkin nähdä laajempänä käsitteenä kuin sijoittajaviestintä, sillä he jäsentävät sijoittajaviestinnän osaksi sijoittajasuhdetoimintaa <sup>230</sup> . Tällä perusteella tiedonantovelvollisuuden, sijoittajaviestinnän ja sijoittajasuhdetoiminnan keskinäiset asemat voinee hahmottaa kuviossa 1 esitetyllä tavalla.



**Kuvio 1** Arvopaperimarkkinalain mukaisen tiedonantovelvollisuuden, sijoittajaviestinnän ja sijoittajasuhdetoiminnan suhteista

<sup>229</sup> Virtanen 2010: 31, 118; Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 107–108; Westrén-Doll 2023

<sup>230</sup> Angervuo & muut 2004: 21

Kuten luvussa 2.1.4 todettiin, tiedottamiseen vaikuttava seikka on se, onko tiedotettavassa sisällössä kyse arvopaperimarkkina-alaissa säännellyistä tiedoista. Tiedonantovelvollisuuden perusteella annettavat tiedot tulee julkistaa arvopaperimarkkina-alaissa säännellyllä tavalla, jolloin on kyse pörssitiedottamisesta<sup>231</sup>. Mikäli ei ole kyse säännellyistä tiedoista, voidaan tiedotettava asiasisältö kuitenkin saattaa tiedoksi lehdistötiedotteella, jonka sisällöstä yhtiö saa päättää oman harkintansa mukaan<sup>232</sup>. Sijoittajasuhdetoiminnassa puolestaan merkityksenä on tiedonvälittämisen lisäksi suhteiden hoitaminen eli *suhdetoiminta*, josta yleisesti käytetään nimitystä *Public Relations* tai lyhennettä *PR*<sup>233</sup>. Sijoittajasuhdetoimintaa voidaan toteuttaa myös vuorovaikutteisesti esimerkiksi sijoittajatapaamisin.

Kuviossa *Kuvio 1* esitettiin arvopaperimarkkinaoikeudellinen tiedonantovelvollisuus, sijoittajaviestintä sekä sijoittajasuhdetoiminta sen perusteella, millaisen kokonaisuuden nämä muodostavat keskenään. Vaikka näiden voi katsoa olevan kiinteästi yhteydessä toisiinsa, edellä esitetyn mukaisesti aiheiden välillä on useampia merkityksiä ja tapoja, joina ne voivat ilmetä. Tässä tutkielmassa esitetäänkin, että mikäli otetaan huomioon vielä näistä kunkin ulottuvuudet ja ilmenemistavat, voidaan nämä keskinäisesti jäsentää seuraavalla sivulla olevassa taulukossa *Taulukko 1* esitetyllä tavalla. Sarake *Ulottuvuus* perustuu lähinnä Kurosen artikkelin mukaiseen jaotteluun, kun taas muiden sarakkeiden sisältö on muodostunut tutkielmassa käytetyistä lähteistä kokonaisvaltaisemmin.

---

<sup>231</sup> Angervuo & muut 2004: 21; Virtanen 2010: 117–118

<sup>232</sup> Kortetjärvi-Nurmi & Murtola 2015: 107–108; Westrén-Doll 2023

<sup>233</sup> Lohtaja-Ahonen 2012: 14

**Taulukko 1** Tiedonantovelvollisuuden, sijoittajaviestinnän sekä sijoittajasuhdetoiminnan ulottuvuudet ja ilmentymät

Käsite	Ulottuvuus	Ilmentymä
Tiedonantovelvollisuus	Säänneltyjen tietojen julkistaminen laissa määritellyllä tavalla	Pörssitiedottaminen ja tiedonantovelvollisuuden perusteella toimitettavat julkaisut
Sijoittajaviestintä	Täydentävä viestintä (Edellisen lisäksi)	Edellisten lisäksi lehdistötiedotteet ja muut harkintaan perustuvat julkaisut
Sijoittajasuhdetoiminta	Kahdensuuntainen viestintä (Edellisten lisäksi)	Edellisten lisäksi sijoittajatapaamiset, sijoittajakiertueet ja pääomamarkkinapäivä

### 5.3.3 Sijoittajaviestintä ja kestävyysraportointi

Kuten luvussa 2.2.1 todettiin, säännöllisen tiedonantovelvollisuuden perusteella toimitettavan toimintakertomuksen tulee sisältää *kestävyysraportti* <sup>234</sup>. Kestävyysraportointivelvoitteella viitataan lailla säädettyyn veloitteeseen julkistaa määrätyn ajan välein raportti koskien liiketoimintaan liittyviä kestävyystietoja. Raportti tulee tilinpäätöksen tavoin antaa määrättyssä muodossa ja siinä esitettyjen tietojen tulee olla varmennettu tilintarkastajan toimesta <sup>235</sup>. Yhtenä taustalla vaikuttavana syynä katsotaan olevan se, että sidosryhmien tultua riskitietoisemmiksi ovat myös odotukset riskeistä raportoimiseen yhä korkeammalla, mihin puolestaan on vastattu asetetulla lainsäädännöllä myös kestävyysriskien osalta <sup>236</sup>.

<sup>234</sup> 14.12.2012/746

<sup>235</sup> Mäkelä 2021: 76; Juutinen 2016: 241; HE 20/2023 vp

<sup>236</sup> Mäkelä 2021: 78; Eräranta & Penttilä 2021: 14

Kestävyyseräraportointivelvoite on asetettu *kestävyyseräraportointidirektiivillä*, joka tunnetaan englanninkielisellä nimellä *Corporate Sustainability Reporting Directive* – lyhennettynä CSRD. CSRD on tullut voimaan ajankohtana 5.1.2023, mutta tätä on kuitenkin edeltänyt *Non-Financial Reporting Directive* eli *direktiivi muiden kuin taloudellisten tietojen raportoinnista*, josta käytetään lyhennettä NFRD.<sup>237</sup> NFRD ilmeni velvoitteena toimittaa *selvitys muista kuin taloudellisista tiedoista* joko toimintakertomuksessa tai erillisenä, samanaikaisesti julkaistavana asiakirjana. Sen sijaan CSRD velvoittaa antamaan määrämuotoisen ja varmennettavan *kestävyyseräraportin* toimintakertomuksen osana.<sup>238</sup>

Kaisanlahti kertoo kestävyyseräraportointidirektiivin taustalla olevan Euroopan Unionin *Vihreä ohjelma*, jonka myötävaikutuksesta on saatettu kestävyyseräraportointidirektiivin lisäksi voimaan myös muuta sääntelyä. Näistä Taksonomia-asetukseksi kutsuttavan säädöksen sekä sijoitustuotteita ja sijoituspalveluntarjoajia koskevan asetuksen, joka tunnetaan nimellä *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, katsotaan olevan keskinäisessä yhteydessä kestävyyseräraportointidirektiivin kanssa. Esimerkiksi SFDR linkittyy kestävyyseräraportointidirektiiviin siten, että mikäli sijoitustuote sisältää sijoituksia yhtiöön, jota koskee kestävyyseräraportointivelvoite, voidaan yhtiön julkaisemat kestävyystiedot ottaa huomioon sijoituspäätöksiä tehdessä sekä tarjottaessa tietoa sijoitustuotteesta.<sup>239</sup>

Mäkelän mukaan kestävyyseräraportoinnilla<sup>240</sup> voidaan nähdä yhteensä kuusi eri tehtävää. Vaikka kestävyyseräraportoinnilla pyritään palvelemaan ensisijaisesti sijoittajien tiedonsaantitarpeita, tarjoaa se informaatiota myös muiden sidosryhmien käyttöön ja yhteiskunnallisiin tarpeisiin. Yhtenä kestävyyseräraportoinnin tehtävänä on *sidosryhmävuorovaikutus*. Mäkelä tuo lisäksi esiin, että kestävyyseräraportointi suuntaa

---

<sup>237</sup> Kaisanlahti 2004–

<sup>238</sup> Kaisanlahti 2004–; HE 20/2023

<sup>239</sup> Kaisanlahti 2004–

<sup>240</sup> Mäkelän artikkelissa käytetään käsitettä ”vastuullisuusraportointi”, joka rinnastetaan tässä yhteydessä kestävyseräraportointiin. Mäkelä 2021

yleisön huomiota yritysvastuuseen ja lisää tietoutta siitä. Yhtiökin voi hyödyntää kestävyystietoja omien sisäisten prosessien kehittämisessä ja yritysvastuuseen liittyvässä työskentelyssä. Kestävyysraportoinnilla on rooli myös osana maineenhallintaa ja julkisuuskuvaa; sillä voidaan hakea yleistä hyväksyttävyyttä.<sup>241</sup>

Mäkelän esittämä näkemys on yhteneväinen kestävyysraportointidirektiivin kanssa, sillä direktiivin johdanto-osan 9 kappaleessa tuodaan ilmi, että kestävyysraportoinnin tehtävä on tuottaa tietoa paitsi sijoittajille myös muille sidosryhmille. Lisäksi sen johdanto-osan 12 kappaleessa perustellaan kestävyysraportointia sillä, että kestävyysraportointi hyödyttää raportointivelvollisia yhtiöitä sisäisen riskienhallinnan, sidosryhmädialogin ja maineenhallinnan muodossa.<sup>242</sup> Mäkelän näkemyksen mukaisista tehtävistä *tietoisuuden lisääminen yritysvastuuta kohtaan* ei käy direktiivistä yhtä eksplisiittisesti ilmi kuin muut tehtävät, mutta tämä lienee kuitenkin tulkittavissa yhdeksi sääntelyn päämääristä ottaen huomioon direktiivin kokonaisuudessaan.

### 5.3.4 Sijoittajaviestintä ja vastuullisuusviestintä

Edellä käsitellyn kestävyysraportoinnin katsotaan lukeutuvan osaksi yritysten vastuullisuusviestintää, jolla tarkoitetaan sidosryhmille suunnattavaa – ja mahdollisesti sidosryhmiä osallistavaa – viestintää liiketoiminnan kestävydestä ja yhteiskunnallisista vaikutuksista<sup>243</sup>. Kestävyysraportoinnin kuuluminen sekä osaksi säännöllistä tiedonantovelvollisuutta että vastuullisuusviestintää saattaa olla yksi syy siihen, että sijoittajaviestinnän ja vastuullisuusviestinnän katsotaan olevan nykyisin jokseenkin limittäisiä viestinnän lajeja<sup>244</sup>. Vastuullisuusviestintä on kuitenkin käsitteenä laajempi kuin kestävyysraportointi, sillä se kattaa sekä kestävyysraportoinnin että muut viestinnälliset toteuttamistavat<sup>245</sup>.

---

<sup>241</sup> Mäkelä 2021: 81–83

<sup>242</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (EU) 2022/2464

<sup>243</sup> Juutinen 2016: 241; Mäkelä 2021: 86; Eräranta & Penttilä 2021: 14; Mäkelä & muut 2021: 110

<sup>244</sup> Hirsto & Koskela 2021: 96

<sup>245</sup> Juutinen 2016: 241

Yhteneväisyydestään huolimatta voidaan tuoda esiin seikkoja, jotka erottavat kestävyysraportoinnin muusta vastuullisuusviestintää. Kestävyysraportointi on ensinnäkin lakiin perustuva velvoite, jonka osalta on siirrytty määrämuotoon, kun taas muuta vastuullisuusviestintää voinee toteuttaa harkinnanvaraisemmin. Toisekseen kestävyysraportti tulee toimittaa kirjanpitolaissa määrätyssä ajassa, kun taas muutoin vastuullisuusviestintää ei ole sidottu määräaikaan, vaan sitä voidaan toteuttaa jatkuvasti<sup>246</sup>.

Kestävyysraportointi on ulkoista viestintää, kun taas vastuullisuusviestinnäksi voidaan laskea sekä sisäinen että ulkoinen viestintä<sup>247</sup>. Vastuullisuusviestinnän kohderyhmä lienee käsitettävissä laajemmaksi kuin sijoittajaviestinnän, mikäli noudatetaan sijoittajaviestinnän määritelmää, jossa sijoittajaviestinnän kohderyhmäksi katsotaan markkinatoimijat. Sen sijaan vastuullisuuden merkittävimmiksi kohderyhmiksi voidaan osakkeenomistajien lisäksi katsoa ”työntekijöitä, asiakkaita sekä alihankkijoita”. Henkilöstöllä on myös rooli yhtiön vastuullisuuden toimeenpanijoina.<sup>248</sup>

Sijoittajaviestinnän osalta käsitelimme aikaisemmin IR-strategiaa; myös vastuullisuusviestinnässä on olemassa erilaisia strategioita, joiden osalta esimerkiksi Blomberg ja muut tekevät jaottelun *passiiviseen viestintästrategiaan* ja *aktiiviseen viestintästrategiaan*<sup>249</sup>. Strategioiden lisäksi vastuullisuusviestintää voidaan lähestyä erilaisin luokitteluin. Luokittelut ovat perusteiltaan samankaltaisia, sillä luokittelu tapahtuu usein sen mukaan, mikä on vastuullisuusviestinnän tavoite ja mitkä ovat kohderyhmänä toimivat sidosryhmät ja viestinnän keinot.

Eräs tapa luokitella vastuullisuusviestintää on jakaa se *funktionaaliseen* ja *formatiiviseen* sen perusteella, onko tavoitteena tiedonvälittäminen vai sidosryhmien kanssa käytävä vuorovaikutus. Toisekseen tässä luokittelussa huomioidaan, onko viestintä tarkoitettu

---

<sup>246</sup> Juutinen 2016: 241

<sup>247</sup> Mäkelä & muut 2021: 110

<sup>248</sup> Mäkelä & muut 2021: 109–110

<sup>249</sup> Blomberg & muut 2021: 69

sisäisille vai ulkoisille sidosryhmille.<sup>250</sup> Lisäksi esimerkiksi Olkkonen luokittelee vastuullisuusviestinnän *informatiiviseen vastuullisuusviestintään, dialogiseen vastuullisuusviestintään sekä aktivismiviestintään*, joista kaksi ensimmäistä edustaa *yrittäjäkeskeistä vastuullisuusviestintää*<sup>251</sup>.

Katsotaan, että myös sijoittajaviestintää voidaan vastuullisuusviestinnän tavoin luokitella sen mukaan, millainen tehtävä sillä katsotaan olevan suhteessa kohderyhmään. Tällainen on esimerkiksi sijoittajaviestinnän jaottelu *perinteiseen sijoittajaviestintään ja dialogiseen sijoittajaviestintään*. Perinteisen sijoittajaviestinnän todetaan ”olevan keskittynyt turvaamaan sijoittajien yhdenvertaisen, tasapuolisen ja samanaikaisen mahdollisuuden tiedonsaantiin osakkeen oikean arvon määrittämiseksi”. Sen sijaan *dialoginen sijoittajaviestintä* on luonteeltaan sijoittajia profiloivampaa ja vuorovaikutteisempaa.<sup>252</sup>

Vastuullisuusviestintää käsittelevissä julkaisuissa tuodaan usein esiin *sidosryhmävuorovaikutus*, jolla tarkoitetaan ”yritysten ja sidosryhmien välistä kommunikaatiota ja yhteistyötä”. Sidosryhmälähtöisyyden taustalla vaikuttaa näkemys, jonka mukaan sidosryhmät ja suhteiden ylläpitäminen sidosryhmien kanssa muodostavat edellytyksen liiketoiminnalle.<sup>253</sup> Verkostoituminen ja yhteisen toiminnan järjestäminen ovat muiden muassa keinoja olla vuorovaikutuksessa sidosryhmien kanssa. Lisäksi sosiaalisesta mediasta on muodostunut merkittävä kanava vastuullisuusviestinnälle paitsi tiedonvälityksen aspektista myös sidosryhmien kanssa siellä käytävän keskustelun näkökulmasta.<sup>254</sup>

Blombergin ja muiden mukaan vuorovaikutteisuutta on alettu pitää entistä tärkeämpänä ensinnäkin siitä syystä, että toimintaympäristö on kasvavissa määrin alkanut odottaa tätä

---

<sup>250</sup> Eräranta & Penttilä 2021: 17–18

<sup>251</sup> Olkkonen 2021: 52

<sup>252</sup> Hirsto & Koskela 2021: 101

<sup>253</sup> Blomberg & muut 2021: 61, 63

<sup>254</sup> Frig & Uusitalo 2021: 32, 35

yhtiöiltä ja toisekseen sillä pyritään hakemaan yleistä hyväksyntää liiketoiminnalle. Yhtiöiden näkökulmasta sidosryhmät ovat myös tiedonlähde, joilta saatavan informaation katsotaan olevan arvokasta. Vuorovaikutus voi auttaa yhtiöitä kehittämään jo olemassa olevaa liiketoimintaansa tai luomaan uudenlaista liiketoimintaa.<sup>255</sup> Syyt ovatkin sekä osin yhtiön ulkopuolelta tulevia että yhtiön sisältä lähtöisin. Vuorovaikutteisuuden painoarvo nähdään niin merkittävänä, että sitä on alettu pitää edellytyksenä sille, että vastuullisuusviestinnällä pystytään saavuttamaan sille asetetut tavoitteet<sup>256</sup>.

---

<sup>255</sup> Blomberg & muut 2021: 61–62

<sup>256</sup> Frig & Uusitalo 2021: 36

## 6 Yhteenveto

### 6.1 Tiedonantopolitiikasta

Tutkielman mukaan tiedonantopolitiikalle on tunnistettavissa ainakin seuraavat keskeiset merkitykset käytettyjen lähteiden perusteella: tiedonannon johdonmukaistaminen ja läpinäkyvöittäminen, tiedon olennaisuuden määrittely ja toimiminen sisäisen valvonnan kontrollina<sup>257</sup>. Kuten oikeustapaus KKO:2024:25 osoittanee, julki tuotuna tiedon olennaisuuden määrittely voi vaikuttaa oikeudelliseen arviointiin, mikä voi realisoitua oikeudellisina seuraamuksina. Esimerkiksi Virtanen tuokin teoksessaan esiin, että tiedonantopolitiikka voi merkitä oikeudellisesti<sup>258</sup>.

Luvussa 4.1 tarkastelimme, minkä sisältöiset Pörssin säännöt ovat tiedonantopolitiikan osalta. Vaikka itsesääntelyn tasolla liikkeeseenlaskijoita veloitetaan laatimaan tiedonantopolitiikka, voinee tiedonantopolitiikan sisältöä koskevia määräyksiä arvioida melko vapaamuotoisiksi. Toisaalta on hyvä huomioida, että esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksellä on saatavilla malli tiedonantopolitiikan laatimiseen, eli on olemassa Pörssin sääntöjä täydentävää ohjeistusta<sup>259</sup>. Vaikka Pörssin säännöissä edellytetään pelkästään tiedonantopolitiikan olemassaoloa, tuodaan muissa lähteissä esiin, että tiedonantopolitiikan laatimisen lisäksi siihen kirjatut käytännöt on perehdytettävä henkilöstölle ja lisäksi niitä tulee noudattaa<sup>260</sup>.

Vaikka pääasiallisesti yhtiöiden tiedonantopolitiikat vaikuttavat olevan sisällöllisesti säännönmukaisia, on kuitenkin olemassa poikkeavampia käytäntöjä. Kuten saimme luvussa 4.2 huomata, erään yhtiön verkkosivuilla tiedonantopolitiikka on esimerkiksi saatavilla rajoittuen tietoon, jonka mukaan heillä on olemassa hallituksen hyväksynnän saanut tiedonantopolitiikka. Voinee todeta, että kyseinen käytäntö ei palvele sijoittajien

---

<sup>257</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 1; Virtanen 2010: 111–114, Kuronen 2016: 48, Häyrynen & Kajala 2013: 631–632, Knuts & Parkkonen 2014: 146; Vaattovaara 2015: 71

<sup>258</sup> Virtanen 2010: 112

<sup>259</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016

<sup>260</sup> Finanssivalvonta 2023; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21; Kuronen 2016: 51

näkökulmasta tiedonannon läpinäkyvyyttä. Sen sijaan oikeustapauksessa KKO:2024:25 yhtiö oli julkistanut tiedonantoa koskevia käytäntöjensä siten, että esimerkiksi tiedon olennaisuutta koskevat tiedot oli annettu euromääräisesti, millä saattoi olla vaikutusta oikeudellisen arvioinnin näkökulmasta<sup>261</sup>.

Tarkastelun perusteella tiedon olennaisuuden määrittely tiedonantopolitiikoissa näyttää pääsääntöisesti toteutuvan siten, että yhtiöt antavat esimerkkejä liiketapahtumista, joiden he katsovat ylittävän tiedon olennaisuuden vaatimuksen. Tämä on myös Arvopaperimarkkinayhdistyksen mallissa esitetty tapa<sup>262</sup>. Eräänä huomiona tiedonantopolitiikoista voidaan tuoda lisäksi esiin, että ainakin yksi Helsingin pörssiin listatuista pörssiyhtiöistä tuo julki tiedonantopolitiikassaan, että heidän viestintänsä yhtenä tavoitteena on ”– – välittää kuvaa [yhtiöstä] vastuullisena ja eettisenä yhtiönä”. Luvussa 5.2 esitetyn kehityksen perusteella voinee pitää mahdollisena, että yhtiöt tulevat ottamaan enenevässä määrin ottamaan kantaa eettisyyteen ja kestävyYTEEN myös tiedonantopolitiikassaan.

Muita tiedonantopolitiikkaa koskevia huomioita on ensinnäkin, että se on vuosien saatossa vahvistanut asemaansa Finanssivalvonnan suosituksesta itsesääntelyn tasolla velvoittavaksi<sup>263</sup>. Tiedonanto on olennainen osa sijoittajaviestintää ja esimerkiksi Virtasen teoksen mukaan sitä voidaan pitää sijoittajaviestinnän keskeisimpänä tehtävänä, joten tiedonantopolitiikan voi katsoa palvelevan merkittävää tehtävää<sup>264</sup>. Toisekseen voidaan tuoda esiin, että Finanssivalvonnan artikkeli ilmentänee, että yhtiöillä saattaa olla aihetta kehittää tiedonantopolitiikkojaan vielä joltain osin joko tiedonantopolitiikan laatimisen tai täytäntöönpanon osalta<sup>265</sup>.

---

<sup>261</sup> KKO:2024:25

<sup>262</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2016: 5–6

<sup>263</sup> Kuronen 2016: 51; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21; Virtanen 2010: 111

<sup>264</sup> Virtanen 2010: 108

<sup>265</sup> Finanssivalvonta 2023

## 6.2 Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta

Tutkielman yhtenä havaintona todetaan myös, että hyvä arvopaperimarkkinatapa vaikuttaa olevan esimerkiksi hyvään kirjanpitotapaan tai hyvään pankki- ja vakuutustapaan verrattuna sisällöllisesti määrittelemättömämpi. Tutkielmaa tehdessä on ensinnäkin havaittu, että hyvästä arvopaperimarkkinatavasta ei ole saatavilla aiheeseen keskittyvää teosta, jollainen on esimerkiksi laadittu hyvää pankki- ja vakuutustapaa ja hyvää kirjanpitotapaa koskien<sup>266</sup>. Toisekseen, kuten luvussa 3.2.1 jo todettiin, tutkielmaa varten tehdyn tiedonhaun perusteella *Finanssialan ohjeet ja hyvät käytänteet* sisältävät muiden muassa julkaisun koskien hyvää pankkitapaa, mutta hyvästä arvopaperimarkkinatavasta ei ole saatavilla vastaavaa julkaisua<sup>267</sup>.

Lisäksi oikeuskirjallisuudessa tuodaan esiin, että hyvän arvopaperimarkkinatavan määrittämisen katsotaan tekevän haasteelliseksi se, ettei tätä ilmentävää oikeuskäytäntöä ole enemmässä määrin olemassa. Toisaalta on hyvä ottaa huomioon, että arvopaperimarkkinaoikeudellista oikeuskäytäntöä on saatu lisää, kuten esimerkiksi tutkielmassa käsitelty KKO:2024:25.<sup>268</sup>

Loppuvuodesta 2023 Finanssivalvonta on julkaissut artikkelin *Liikkeeseenlaskijoiden yhteydenpito analyttikoihin*, jossa he tuovat esiin suosittelmiaan toimintatapoja. Artikkelissa esimerkiksi tuodaan ilmi, että liikkeeseenlaskijoiden tulisi sisällyttää tiedonantopolitiikkaansa, millaisia toimintatapoja he noudattavat analyttikkojen kanssa tapahtuvassa vuorovaikutuksessa. Tiedonantopolitiikan laatimisen ja sen periaatteisiin sitoutumisen lisäksi suositellaan avointa pääsyä tilaisuuksiin esimerkiksi verkkovälitteisesti sekä suhtautumaan kommentointiin varauksellisesti.<sup>269</sup>

---

<sup>266</sup> Ks. teokset *Hyvä pankki- ja vakuutustapa* ja *Hyvä kirjanpitotapa : mikä on sallittua, mahdollista, kiellettyä?*. Wuolijoki: 2003; Leppiniemi: 2000

<sup>267</sup> Ks. Finanssiala ry n.d. -b

<sup>268</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 52; Knuts & Parkkonen 2014: 21; Kanervo & Knuts 2004–

<sup>269</sup> Finanssivalvonta 2023

Finanssivalvonnan suosittelamista käytännöistä tiedonantopolitiikka sisältyy Pörssin sääntöihin ja hallinnointikoodi sisältää suosituksen koskien varauksellista kommenttien antamista. Avoimen pääsyn mahdollistaminen on puolestaan suositus, jota ei ole kirjattu luvussa 3 tarkasteltuihin itsesääntelynormeihin. Sen sijaan esimerkiksi yhtiökokouskutsusta, josta säädetään osakeyhtiölaissa ja josta on säännös myös arvopaperimarkkinalaissa, on olemassa kohdat sekä Pörssin säännöissä että hallinnointikoodissa<sup>270</sup>.

Kuten luvussa 3.2.2 todettiin, tapahtumakalenteri ja tiedonantopolitiikka ovat sellaisia sijoittajasuhdetoiminnan kannalta merkittäviä käytänteitä, joita koskeva ohjeistus sisältyy pelkästään itsesääntelyyn<sup>271</sup>. Vaikka Finanssivalvonnan ohjeita ei tarkasteltu kyseisessä luvussa, heidän artikkelin perusteella avoimen pääsyn mahdollistamista tapahtumiin voi katsoa suositelluksi menettelytavaksi<sup>272</sup>. Näin ollen ainakin seuraavia voinee pitää hyvän tavan mukaisina käytänteinä sijoittajasuhdetoiminnassa: tapahtumakalenteri, tiedonantopolitiikka ja avoin pääsy tapahtumiin.

Artikkelissaan Finanssivalvonta tuo esiin sen seikan, jota luvussa 2.1.2 käsiteltiin: itsessään ei-olennainen tieto saattaa olla olennainen suhteutettuna laajempaan asiayhteyteen. Näin ollen myös epäolennaisista tiedoista saattaa olla tiedollista etua tiedon käyttäjälle.<sup>273</sup> Myös esimerkiksi Angervuo ja muut ovat nostaneet sijoittajatapaamisiin liittyen esiin huomion siitä, että ”milloin erillisenä annetut sirpaletiedot yhteensä muodostavat merkittävän markkinatiedon, joka tulisi pörssin sääntöjen mukaan julkistaa tiedotteena”<sup>274</sup>.

Alaluvussa 4.2 tarkastelimme sijoittajaviestinnän taustalla olevaa kehitystä. Viimeisimmästä kehityksestä lienee tulkittavissa, että sen perusteella

---

<sup>270</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2023: 26; Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 14–18; 21.7.2006/624; 14.12.2012/746

<sup>271</sup> Ks. Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21, 30–31

<sup>272</sup> Finanssivalvonta 2023

<sup>273</sup> Finanssivalvonta 2023

<sup>274</sup> Angervuo & muut 2004: 145

omistajarakennestrategia ja vuorovaikutteinen viestintä saattavat saada enenevässä määrin huomiota sijoittajaviestinnässä. Ottaen tämän huomioon voi olla syytä pohtia, millaisin menettelyin voidaan välttää informaatioedun syntyminen tietyille osapuolelle kahdensuuntaisessa sijoittajaviestinnässä. Lisäksi vaikka omistajarakennestrategia on Angervuon ja muiden sekä Virtasen teosten perusteella kuulunut osaksi sijoittajasuhdetoimintaa jo pidempään, herää toisekseen kysymys, miten omistajarakennestrategia suhteutuu arvopaperimarkkinaoikeudellisiin periaatteisiin. Kuten luvussa 3.2.3 todettiin, näihin lukeutuvat *puolueettomuus* ja *tasapuolisuus*<sup>275</sup>.

Vaikka tasapuolisuutta perustellusti lähestytään oikeuskirjallisuudessa ja esimerkiksi oikeustapauksessa KKO:2006:110 useimmiten tiedonannon ja tiedonsaannin näkökulmasta, esimerkiksi ilmaisuna ”tiedollinen tasapuolisuus”<sup>276</sup>, voidaan huomioida, että arvopaperimarkkinalain 11 luvun 7 §:ään on kirjattu *tasavertaisuuden periaate* koskien julkisia ostotarjouksia<sup>277</sup>. Pönkä tuo teoksessaan esille käsitteen *arvopaperimarkkinaoikeudellinen yhdenvertaisuus*, jota ei ole kirjattu nimenomaisesti arvopaperimarkkinalakiin<sup>278</sup>. Pönkä toteaa, että tätä kuitenkin voi katsoa ilmentävän sekä tiedonannon että julkisten ostotarjouksen yhteyteen kirjatut edellytykset tasapuolisuudesta. Koska aiheesta on olemassa vähän tutkimusta, ei periaatteesta ole päässyt muodostumaan yhtenäistä konsensusta tämän tarkemmalla tasolla.<sup>279</sup>

Tutkimuksessa käytetyt lähteet ovat innoittaneet pohtimaan, voiko tasapuolisuus – tai yhdenvertaisuus – ilmetä esimerkiksi sijoittajasuhdetoiminnassa muilla tavoin kuin tiedonannossa, kuten arvopapereiden markkinoinnissa, vai rajoittuuko tämä yksinomaan tiedonantoon. Kuten luvussa 2.1.1 saimme huomata markkinoiden tehokkuutta käsiteltäessä, on olemassa useita tapoja tarkastella esimerkiksi tehokkuuden määritelmää. Tasapuolisuuden osalta olisi kiinnostavaa myös vastaavasti

---

<sup>275</sup> Häyrynen & Kajala 2013: 51; Knuts & Parkkonen 2014: 20–21

<sup>276</sup> Ks. esim. KKO:2006:110

<sup>277</sup> Pönkä 2012: 204; 14.12.2012/746

<sup>278</sup> Arvopaperimarkkinalakia uudistettaessa on kuitenkin harkittu tasapuolisuutta yhdeksi yleiseksi arvopaperimarkkinaoikeudelliseksi periaatteeksi. Pönkä 2012: 206

<sup>279</sup> Pönkä 2012: 206

saada selville, onko ”tiedollisen tasapuolisuuden” lisäksi muita lähestymistapoja tasapuolisuuteen, kuten esimerkiksi ”markkinoinnillinen tasapuolisuus”.

Tutkielman yhtenä huomiona esitetään, että saattaisi olla hyödyllistä olla olemassa tulkintaa siitä, miten hyvä arvopaperimarkkinatapa ja sitä ilmentävät periaatteet soveltuvat sijoittajaviestinnässä – tai arvopaperien markkinointiviestinnässä – käytettäviin menettelyihin. Mikäli esimerkiksi tiedonantopolitiikassa tuotaisiin esiin, että yhtiö pyrkii kohdentamaan sijoittajaviestintäänsä tietynlaisille sijoittajille, saattaisi yhtiöllä olla hyvä olla ennakoivasti varmuus siitä, että menettely katsotaan hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaiseksi huomioiden tasapuolisuuden tai puolueettomuuden periaatteet. Kysymys kuitenkin lienee spekulatiivinen huomioiden ensinnäkin sen, että hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaista menettelyä esiintynee harvoin. Toisekseen, kuten Virtanen tuo ilmi, yhtiön IR-strategiaa ei välttämättä tuoda tiedonantopolitiikassa kokonaisuudessaan esiin ja Suomessa sijoittajaviestintä on korkeatasoista<sup>280</sup>.

Kuten jo edellisessä alaluvussa todettiin, tiedonantopolitiikan velvoittavuus on muuttunut suosituksesta itsesääntelyn tasolla velvoittavaksi, minkä takia voinee todeta tiedonantopolitiikan aseman vahvistuneen<sup>281</sup>. Yhtenä huomiona halutaan tuoda esiin, että hyvää arvopaperimarkkinatapaa linjaaviin lähteisiin sisältyy tiedonantopolitiikan lisäksi palkitsemispolitiikka ja palkitsemisraportti<sup>282</sup>. Hallinnointikoodiin sisältyvän suosituksen lisäksi palkitsemispolitiikasta ja tähän liittyvästä palkitsemisraportista kuitenkin säädetään myös osakeyhtiölaissa ja arvopaperimarkkinalaissa. Lisäksi palkitsemispolitiikka tulee hyväksyttävä yhtiökokouksessa neljän vuoden välein<sup>283</sup>. Kuten luvussa 2.2.1 todettiin, palkitsemispolitiikka sisältyy arvopaperimarkkinalain *muihin*

---

<sup>280</sup> Virtanen 2010: 13, 105–107, 111–114

<sup>281</sup> Kuronen 2016: 51; Nasdaq Helsinki Oy 2023 20–21; Virtanen 2010: 111

<sup>282</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 41, 54–71

<sup>283</sup> Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 41, 54–71; 21.7.2006/624; 14.12.2012/746

*tiedonanto- ja erityisiin velvollisuuksiin*. Tämän sisältöä ja saatavuutta koskee AML 8 luvun 5 a §.<sup>284</sup>

Edellä esitetty herättää kysymyksen, voisiko vastaavasti myös tiedonantopolitiikasta olla olemassa ylemmän tasoinen normi, esimerkiksi palkitsemispolitiikan tavoin osana arvopaperimarkkinain  *muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia*. Vaihtoehtoisesti voisi pohtia, saattaisiko muutoin olla tarpeen yhdenmukaistaa politiikkoihin liittyviä käytäntöjä esimerkiksi itsesääntelyn tasolla. Hallinnointikoodissa olevan ohjeistuksen koskien palkitsemispolitiikkaa ja palkitsemisraporttia voinee arvioida määrämuotoisemmaksi kuin Pörssin säännöissä esitetyn ohjeistuksen koskien tiedonantopolitiikkaa<sup>285</sup>.

### 6.3 Muita havaintoja

Tutkielmaa laadittaessa on muodostunut kuva, että sijoittajaviestintään liittyvä aihealueena eniten sääntelyä sen kaikista keskeisimmän osa-alueen – tiedonannon – osalta. Tiedonantovelvollisuuksien sisältöä käsitelimme luvussa 2.2.1. Kuitenkaan arvopaperien markkinointiin liittyvää sääntelyä, joka menettelyllisesti nojaa hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen toiminnan kieltoon, voinee edellisessä alaluvussa esitetystä johtuen pitää sen sijaan tulkinnanvaraisempana. Kuten luvussa 2.2.2 todettiin, arvopaperien markkinoinnin sääntely voi käsittää myös sijoittajasuhdetoimintaa. Tästä huolimatta sijoittajaviestinnän voinee kokonaisuudessaan arvioida muuta yritysviestintää säännellymmäksi.

Itsessään *sijoittajaviestintä* on oikeuslähteissä harvemmin esiintyvä käsite. Tiedonantovelvollisuuksien lisäksi sijoittajaviestinnän ilmentymäksi oikeuskirjallisuudessa ja lainsäädännössä voinee katsoa *arvopaperien markkinoinnin* tai

---

<sup>284</sup> 14.12.2012/746

<sup>285</sup> Ks. Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2024: 54–71; Nasdaq Helsinki Oy 2023: 20–21

*arvopaperien markkinointiviestinnän*, jota kuitenkin käsitellään verraten vähäisemmin<sup>286</sup>. Vaikka sijoittajaviestintä ei esiinny käsitteenä lainsäädännössä, tunnetaan se kuitenkin oikeuskäytännössä, kuten esimerkiksi oikeustapauksissa MAO:14/2023<sup>287</sup> ja KHO:2023:33. Hallinnointikoodissa ja ostotarjouskoodissa ei nimenomaisesti viitata sijoittajaviestintään; Pörssin säännöissä esiintyy sen sijaan kertaalleen käsite ”sijoittajasuhteet” asiayhteydessä ”sijoittajasuhteiden hoitaminen”. Se onkin käsitteenä yleisemmin käytetty viestintää käsittelevissä tai poikkitieteelliseksi katsottavissa julkaisuissa<sup>288</sup>.

Tutkielmaa tehdessä on havaittu lisäksi, että vaikka *sijoittajainformaatio* on oikeuskirjallisuudessa ja itsesääntelyssä käytetty termi, joka esiintyy myös muiden muassa Finanssivalvonnan verkkosivulla ja eräässä hallituksen esityksessä koskien kirjanpitolakia<sup>289</sup>, ei sille tiedonhaun perusteella vaikuta olevan saatavilla nimenomaista määritelmää. Kuitenkin esimerkiksi Virtasen teoksen mukaan sijoittajainformaatio kattaa paitsi säännellyt tiedot myös muunlaiset tiedot, jotka sijoittaja saattaa ottaa sijoituspäätöksessään huomioon. Luvussa 2.1.4 tutustuimme Arvopaperimarkkinayhdistyksen tapaan määrittää lehdistötiedotteiden sisältöä. Näitä mukailien sijoittajainformaation voinee määrittää esimerkiksi siten, että sijoittajainformaatiosta on kyse sekä säännellyistä tiedoista että muusta julkistettavasta informaatiosta, jolla saattaa olla sijoittajalle informaatioarvoa.<sup>290</sup>

Luvussa 5.2 kävimme läpi lisäksi sijoittajaviestinnän kehitystä ja syitä kehityksen taustalla. Katsotaan, että lähestyessä sijoittajasuhdetoimintaa eettisyyden näkökulmasta voidaan havaita jossain määrin jännitteisyyttä<sup>291</sup>. Tarkasteltaessa eettisyyttä arvopaperimarkkinaoikeudellisen lainsäädännön näkökulmasta on havaittavissa myös

---

<sup>286</sup> Arvopaperien markkinointia käsitellään esimerkiksi Knutsin ja Parkkosen teoksessa sekä arvopaperimarkkinalakia koskevassa hallituksen esityksessä HE 32/2012. Knuts & Parkkonen 2014: 55–72; HE 32/2012

<sup>287</sup> Oikeustapauksessa esiintyy myös käsite ”sijoittajasuhdeviestintä”. MAO:14/2023

<sup>288</sup> Ks. esim. Virtanen 2010; Pesonen 2012; Kuronen 2016

<sup>289</sup> HE 126/2004 vp

<sup>290</sup> Virtanen 2010: 31, 118; Arvopaperimarkkinayhdistys 2016: 6

<sup>291</sup> Hirsto & Koskela 2021: 93; Kuronen 2016: 50–52

eräänlaisia seikkoja, joita saattaa tulla ratkaistavaksi. Tällaisena voidaan ensinnäkin tuoda esiin esimerkiksi se, että tiedonannon mittapuuna käytettävän järkevän sijoittajan katsotaan toimivan ensisijaisesti taloudellisen motiivin ohjaamana<sup>292</sup>. Tämä yhtäältä kattaa ESG-sijoittamisen määritelmän, mutta toisaalta eettinen sijoittaminen, jossa taloudelliset tuotot ovat toissijaisia ja jollaista on esimerkiksi aktivismsijoittaminen, voinee katsoa näin ollen jäävän määritelmän ulkopuolelle<sup>293</sup>.

Toisekseen tarkastelemamme oikeustapauksen KKO:2024:25 perusteluissa todettiin, että ”osakekaupat arvopaperimarkkinoilla tehdään jo lähtökohtaisesti nimenomaan taloudellisen hyödyn hankkimisen tarkoituksessa”. On kuitenkin hyvä huomioida se, että perusteluissa pidetään mahdollisena myös muita motiiveja.<sup>294</sup> Edellä oleva lausunto ilmentänee sitä, että kansallinen oikeuskäytäntö katsoo sijoittajien motiivin olevan ensisijaisesti taloudellinen, kun taas esimerkiksi kestävyysraportointidirektiivin taustalla oleva nykyinen ylikansallinen ”lähestymistapa perustuu käsitykseen sijoittajien valmiudesta ottaa investoinneillaan vastuuta kestävä kehityksen edistämisestä”<sup>295</sup>.

---

<sup>292</sup> Kanervo & Knuts 2004–

<sup>293</sup> Blomberg & muut 2021: 66

<sup>294</sup> KKO:2024:25

<sup>295</sup> Kisanlahti 2004–

## Lähteet

- Aarnio, A. (2011). *Luentoja lainopillisen tutkimuksen teoriasta*. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta.
- Angervuo, H., Kariola, R. & Niemelä, J. (2004). *Yritys sijoittajamarkkinoilla : sijoittajasuhdetoiminnan haasteet ja mahdollisuudet*. WSOY.
- Annola, V. (2004). Informaatiovirrat arvopaperimarkkinoilla. *Hyvä, paha informaatio : informaatio-oikeuden erityiskysymyksiä* (s. 36–41). Vaasan yliopisto.
- Annola, V. (2005). *Informaatio, sisäpiiri, markkinat : arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa*. Turun yliopisto.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2016). *Tiedonantopolitiikka-malli*. Noudettu 3.4.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2023/07/tiedonantopolitiikkamalli-versio-12-2016-1.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (2.9.2022). *Ostotarjouskoodi 2022*. Noudettu 3.4.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2023/05/ostotarjouskoodi-2022-fin-2.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (28.11.2024). *Corporate Governance : hallinnointikoodi 2025*. Noudettu 3.4.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/11/hallinnointikoodi-2025.pdf>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (n.d. -a). *Itsesääntely*. Noudettu 11.3.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/tietoa-meista/itsesaantely/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (n.d. -b). *Arvopaperimarkkinayhdistys*. Noudettu 21.2.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/tietoa-meista/>
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry. (n.d. -c). *Materiaalipankki*. Noudettu 14.3.2025 osoitteesta <https://www.cgfinland.fi/materiaalipankki/>
- Blomberg, A., Heikkinen, A. & Kujala, J. (2021). Sidosryhmävuorovaikutus kestävän liiketoiminnan mahdollistajana. Teoksessa K. Eräranta & V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 60–75). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Elisa Oyj. (21.11.2023). *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 7.4.2025 osoitteesta <https://elisa.fi/yhtiotieto/sijoittajille/tiedonantopolitiikka/>

- Eräranta, K., & Penttilä, V. (2021). Vastuullisuusviestintä : vastuullista viestintää?. Teoksessa K. Eräranta & V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 12–27). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Finanssiala ry. (n.d. -a). *Mikä on Finanssiala ry?*. Noudettu 12.3.2025 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/mika-on-finanssiala-ry/>
- Finanssiala ry. (n.d. -b). *Julkaisut*. Noudettu 14.3.2025 osoitteesta <https://www.finanssiala.fi/aiheet/julkaisut/#/>
- Finanssivalvonta. (30.10.2023). *Liikkeeseenlaskijoiden yhteydenpito analyttikoihin*. Noudettu 19.11.2024 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/markkinat-tiedotteet/markkinat-tiedote-22023/liikkeeseenlaskijoiden-yhteydenpito-analyttikoihin/>
- Fortum Oyj. (28.8.2023). *Fortum's Disclosure Policy*. Noudettu 4.4.2025 <https://www.fortum.fi/files/fortumin-tiedonantopolitiikka-engl>
- Hirsto, H., & Koskela, M. (2021). Vastuullisuuskysymykset sijoittajaviestinnässä : yrityslähtöisestä raportoinnista kohti dialogista sijoittajaviestintää. Teoksessa K. Eräranta & V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 92–107). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Häyrynen, J., & Kajala, V. (2013). *Uusi arvopaperimarkkinlaki*. Lakimiesliiton kustannus.
- Ikäheimo, S., Laitinen, E., Laitinen, T., & Puttonen, V. (2014). Yrityksen taloushallinto tänään. Vaasan yritysinformaatio Oy.
- Ikäheimo, S., Malmi, T., & Walden, R. (2019). *Yrityksen laskentatoimi*. (8., uudistettu painos). Alma Talent Oy.
- Isohookana, H. (2007). *Yrityksen markkinointiviestintä*. Talentum Media.
- Juutinen, S. (2016). *Strategisen yritysvastuun käsikirja*. Talentum Pro.
- Kaisanlahti, T. (2004–). Tilinpäätösasiakirjat ja tilintarkastus sekä kestävyysraportointi. Teoksessa *Yritysoikeus* (Päivittyvä julkaisu).
- Kaisanlahti, T. (2021). ESG-perusteinen yritysinformaatio : tuoreen komissioehdotuksen mukaiset velvoitteet ja vastuu raportointivirheestä. *Lakimies*, 7–8/2021, s. 1385–1402 [Rajattu pääsy]. Noudettu 12.9.2024 osoitteesta <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/1000400018.pdf>

- Kaisanlahti, T., & Norros, O. (2021). *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla : liikkeeseenlaskijan tiedonantovirhe*. Alma Talent.
- Kanervo, J., & Knuts, M. (2004–). Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Teoksessa *Yritysoikeus* (Päivittyvä julkaisu). Alma Media Finland Oy.
- Kesko Oyj. (5.1.2021). *Keskon tiedonantopolitiikka*. Noudettu 7.4.2025 osoitteesta <https://www.kesko.fi/yritys/politiikat-ja-periaatteet/tiedonantopolitiikka/>
- Knuts, M., & Parkkonen, J. (2014). *Arvopaperimarkkinalaki* (5. uud. p.). Talentum.
- KONE Oyj. (n.d.). *Sijoittajapalvelut*. Noudettu 4.4.2025 osoitteesta <https://www.kone.com/fi/sijoittajat/sijoittajasuhteet/>
- Kortetjärvi-Nurmi, S., & Murtola, K. (2015). *Areena : yritysviestinnän käsikirja* (1. p.). Edita.
- Kuronen, M-L. (2016). Eettisiä paineita sijoittajasuhteissa. Teoksessa E. Juholin (toim.), *Eettinen viestintä* (s. 42–56). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Leppiniemi, J. (2000). *Hyvä kirjanpitolapa : mikä on sallittua, mahdollista, kiellettyä?* (8., uudistettu painos). WSOY.
- Lohtaja-Ahonen, S., & Kaihovirta-Rapo, M. (2012). *Tehoa työelämän viestintään*. (2., uudistettu painos.). Talentum.
- Mandatum Oyj. (11.6.2024). *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 4.4.2025 osoitteesta <https://www.mandatum.fi/49d3e0/globalassets/konserni/pdf/periaatteet-ja-politiikat/mandatum-group---disclosure-policy-fin.pdf>
- Mähönen, J., & Villa, S. (2015). *Osakeyhtiö: I, Yleiset opit* (3. uud.p.) Talentum.
- Mäkelä, H. (2021). Vastuullisuusraportoinnin monet roolit. Teoksessa K. Eräranta & V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 76–90). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Mäkelä, M., & muut. (2021). Työntekijät vastuullisuuden sidosryhmänä : monimerkityksellisyys ja vastuullisuusviestinnän haasteet. Teoksessa K. Eräranta & V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 108–122). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Nasdaq Helsinki Oy. (1.12.2023). *Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille : voimassa 1.1.2024 alkaen*. Noudettu 20.11.2024 osoitteesta

- [https://www.nasdaq.com/docs/2023/12/01/Pörssin\\_säännöt\\_1.1.2024\\_final\\_w eb.pdf](https://www.nasdaq.com/docs/2023/12/01/Pörssin_säännöt_1.1.2024_final_w eb.pdf)
- Nikkinen, J., Rothovius, T., Sahlström, P., & Sinivuori, E. (2002). *Arvopaperisijoittaminen*. WSOY.
- Olkkonen, L. (2021). Yritysaktivismi : kantaaottava ja kahtiajakava vastuullisuusviestintä. Teoksessa K. Eräranta ja V. Penttilä (toim.), *Vastuullinen viestintä* (s. 44–59). ProCom – Viestinnän ammattilaiset ry.
- Oriola Oyj. (n.d.) *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 19.11.2024 osoitteesta <https://www.oriola.com/fi/sijoittajat/hallinnointi/tiedonantopolitiikka>
- Orion Oyj. (1.10.2024). *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 19.11.2024 osoitteesta <https://www.orion.fi/uutishuone/tiedonantopolitiikka/>
- Pesonen, P. (2012). *Yritysviestinnän säännöt*. Edita Publishing Oy.
- Pohjola, M. (2013). *Taloustieteen oppikirja*. Sanoma Pro Oy.
- Pönkä, V. (2012). *Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä*. (1. painos). Talentum.
- Ratsula, N. (2024). *Oikein toimimisen kulttuuri : opas eettisesti kestävän liiketoiminnan johtamiseen*. (2., uudistettu painos.) Edita Lakitieto Oy.
- Salo, M. (2015). *Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu*. Talentum.
- Sanoma Oyj. (29.4.2019). *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 7.4.2025 osoitteesta <https://www.sanoma.com/globalassets/sanoma-group/investors/investors-services/sanoma-tiedonantopolitiikka.pdf>
- UPM-Kymmene Oyj. (26.5.2016). *Tiedonantopolitiikka*. Noudettu 19.11.2024 osoitteesta <https://www.upm.com/siteassets/asset/governance/documents/politiikat/upm-tiedonantopolitiikka-.pdf>
- Vaattovaara, M. (2015). *Tulosinformaation julkistamisperusteet*. Lakiasianhuone.
- Virtanen, M. (2010). *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. WSOYpro.
- Westrén-Doll, J. (18.12.2023). Kiinteistöyhtiön viestintä herättää kysymyksen siitä, mitä pörssi-yhtiön tarvitsee kertoa. *Helsingin Sanomat*. [Rajattu pääsy]. Noudettu 13.9.2024 osoitteesta <https://www.hs.fi/visio/art-2000010052589.html>
- Wuolijoki, S. (2003). *Hyvä pankki- ja vakuutustapa*. Suomalainen lakimiesyhdistys.