



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Aliisa Torkkel

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus ja sijoittajansuoja

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma
Talousoikeuden maisteritutkinto

Vaasa 2023

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Aliisa Torkkel		
Tutkielman nimi:	Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus ja sijoittajansuoja		
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri		
Oppiaine:	Talousoikeus		
Työn ohjaaja:	Pekka Vainio		
Valmistumisvuosi:	2023	Sivumäärä:	82

TIIVISTELMÄ:

Informaatio sääntely on merkittävä osa arvopaperimarkkinaoikeudellista sääntelyä. Arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden varmistamiseksi on tärkeää, että arvopaperimarkkinoilla oleva informaatio on luotettavaa. Sijoituskohteista saatava informaatio ohjaa sijoituspäätösten tekoa ja samalla pääomavirtoja. Arvopaperimarkkinoiden informaatio sääntelyn keskeinen tehtävä toteutetaan tiedonantajille asetetuilla tiedonantovelvollisuuksilla. Arvopaperimarkkinoiden sekä tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteena on toteuttaa arvopaperimarkkinoiden tehokkuus ja säilyttää markkinaluottamus. Arvopaperimarkkinoiden luottamus säilyy, kun sijoittajat voivat luottaa saatuun informaatioon ja pystyvät tekemään sen pohjalta perusteltuja päätöksiä.

Tehokkuuden ja luottamuksen tavoittelun taustalla on sijoittajan luottamuksen suojaaminen eli sijoittajansuoja. Sijoittajilla on merkittävä rooli informaation hyödyntäjinä, jonka vuoksi informaatio sääntelyn taustalla näkyy vahvasti sijoittajien intressien suojaaminen. Sijoittajan intressit liittyvät informaation laatuun ja määrään. Sijoittajan voidaan ajatella olevan tiedollisesti heikommassa asemassa tiedonantajaan nähden, jolloin heikomman suojaaminen korostuu. Suojan toteutumiseksi, sääntely sisältää paljon erilaisia informaation laatuun ja määrään kohdistuvia vaatimuksia, joilla sijoittajan tiedollisesti heikompaa asemaa pyritään parantamaan. Sijoittajansuojaa parantamalla voidaan lisätä sijoitushalukkuutta ja näin kasvattaa pääomien tehokasta liikkumista arvopaperimarkkinoilla. Tämän vuoksi arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn välillisenä tavoitteena on sijoittajan suojaaminen ja tämä näkyy myös johdonmukaisesti tiedonantovelvollisuuden sääntelyn taustalla.

Tutkimuksessa selvitetään, miten ja minkälaista suojaa tiedonantovelvollisuuksien sääntely tarjoaa sijoittajalle arvopaperimarkkinoilla. Tutkimus on arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Tutkimuksessa arvopaperimarkkinoiden ja tiedonantovelvollisuuksien sääntelyä tutkitaan sijoittajan näkökulmasta ja pyritään selvittämään, miten sijoittajansuojaa toteutetaan nykyisen sääntelyn valossa.

AVAINSANAT: sijoittajansuoja, informaatio, tiedonantovelvollisuus, arvopaperimarkkinalaki

Sisällys

1	Johdanto	4
1.1	Tutkimusongelman asettelu	7
1.2	Tutkimusmetodi	8
1.3	Tutkimuksen lähteet	10
2	Informaation merkitys arvopaperimarkkinoilla	11
2.1	Arvopaperimarkkinoiden sääntely	13
2.1.1	Hyvä arvopaperimarkkinatapa	17
2.1.2	Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon kieltö	19
2.1.3	Riittävien tietojen saatavilla pitäminen	20
2.2	Informaatiotehokkuus ja markkinaluottamus	21
2.3	Informaationsäätelyn tavoitteet	24
2.4	Informaatioon liittyvät riskit	26
3	Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus	32
3.1	Tiedon vaatimukset	33
3.2	Säännöllinen tiedonantovelvollisuus	36
3.3	Jatkuva tiedonantovelvollisuus	38
3.4	Muu informaationsäätely	45
3.5	Suoja markkinahuhulta	50
4	Säätelyn merkitys sijoittajalle	53
4.1	Sijoittajan oikeus tiedonsaantiin	54
4.2	Informaation lähteet	60
4.3	Sijoittajan informaatiotarve	61
4.4	Sijoittajan velvollisuudet	63
5	Informaatiohäiriön seuraamukset	67
6	Yhteenvedö tutkimustuloksista	74
	Lähteet	78

1 Johdanto

Sääntelyn tarve edellyttää aina jotain yhteiskunnassa vallitsevaa epäkohtaa, jota sääntelyn avulla pyritään korjaamaan. Sääntelyn tarvetta usein perustellaan markkinahäiriön tai sääntelyhäiriön korjaamisella. Sääntelyn tavoitteena voi siis esimerkiksi olla tehokkaampi kilpailu tai informaatio-ongelmien vähentäminen. Myös yleiset yhteiskunnan kannalta olennaiset tavoitteet, kuten ihmisoikeudet tai sosiaalinen hyvinvointi voivat olla sääntelyn taustalla.¹ Toisin sanoen sääntelyn taustalla voidaan ajatella olevan yhteiskunnan yleisen edun tavoittelu. Yleinen etu tarkoittaa yhteiskunnassa vallitsevaa luottamusta, järjestystä ja turvallisuutta.²

Nämä edellä mainitut asiat ovat myös arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn ytimessä. Informaatio- ja arvopaperimarkkinoiden keskiössä. Sääntelyn avulla pyritään korjaamaan informaatio-ongelmia ja eräänlaista informaation epätasapainon aiheuttamaa markkinahäiriötä. Toisaalta arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä ja sen rajoittamisella pyritään varmistamaan myös kilpailun ja toimijoiden vapaus, koska tämä lisää markkinoiden tehokkuutta ja osaltaan ajaa kaikkien osapuolien etuja. Kovempi kilpailu, parempi tehokkuus. Kuitenkin vapaan kilpailun tavoittelun lisäksi arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä pyritään varmistamaan se, että asetelma markkinaosapuolten välillä olisi mahdollisimman tasavertainen. Tämä johtuu siitä, että sääntelyn on taattava oikeudenmukaisuus. Mikäli toinen osapuoli kokee tilanteessa vääryyttä, menee häneltä luottamus ja halukkuus toimia. Yleinen etu heikentyy, jos markkinoita ei pidetä luotettavana toimintaympäristönä. Tämän vuoksi arvopaperimarkkinoilla tarvitaan sääntelyä siitä, että asetelma markkinaosapuolten välillä koetaan oikeudenmukaiseksi. Luottamuksen säilyessä osapuolten kesken, markkinat toimivat tehokkaasti ja samalla myös yleisen edun tavoite toteutuu.³

¹ Keinänen & Vuorela 2015, s. 177.

² Huovinen 2004, s. 5.

³ Huovinen 2004, s. 5.

Arvopaperimarkkinoiden toiminta perustuu informaatioon, sillä kaupan kohteena olevien arvopaperien hinta heijastaa kaikkea saatavilla olevaa tietoa⁴. Tämän vuoksi informaatioon liittyvä sääntely on merkittävässä roolissa arvopaperimarkkinoiden lainsäädännössä. Arvopaperimarkkinoilla merkittävä informaation tuottaja ja lähde on liikkeenlaskija. Informaatiovirtojen hallintaa on tämän vuoksi tehokkainta toteuttaa liikkeenlaskijaan kohdistuvan tiedonantovelvollisuussäntelyn avulla.⁵ Silloin kun informaatiota tuotetaan lainsäädännön asettamien velvoitteiden mukaisesti, informaatio markkinoilla on riittävää ja oikeaa arvopaperin arvon perustellulle määrittämiselle⁶.

Arvopaperimarkkinalaki uudistui vuonna 2013, jolloin myös sääntelyn näkökulma muuttui enemmän sijoittajakeskeiseksi. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä on tunnustettu sijoittajien tarve erityiselle suojalle.⁷ Sijoittajien luottamus markkinoilla perustuu informaation luotettavuuteen, johon sijoittaja perustaa sijoituspäätöksensä. Toisin sanoen, sijoittajansuoja markkinoilla toteutuu, kun sijoittaja voi perustaa valintansa oikeisiin ja riittäviin tietoihin. Oikea ja riittävä informaatio suojaa sijoittajan rationaalista päätöksentekoa. Riittävän laadukkaan informaation tuottaminen ei kuitenkaan ole uskottu toteutuvan pelkästään yhtiön omien intressien pohjalta. Huovinen (2004, s.5) on todennutkin, että ”yhtiön intressit eivät riitä suojaamaan sijoittajien intressejä”.⁸ Tämä on muodostanut tarpeen tiedonantovelvollisuuden sääntelylle, jolla sijoittajan intressejä informaation suhteen voidaan suojata.

Käsillä olevassa tutkimuksessa on lähdetty selvittämään, miten tiedonantovelvollisuutta säädellään ja mitä toimenpiteitä se edellyttää yhtiölle sekä mitä se tarkoittaa sijoittajalle. Ensiksi on selvitetty informaation merkitystä ja arvoa rahoitusmarkkinoilla. Tähän liittyy kysymyksiä informaation vaikutuksesta tehokkaasti toimiviin arvopaperimarkkinoihin. Tehokkaat markkinat perustuvat informaatiotehokkuudelle⁹. Arvopaperimarkkinoiden

⁴ Huovinen 2004, s. 4–5.

⁵ Annola 2005, s. 253.

⁶ Huovinen 2004, s. 7.

⁷ Vaattovaara 2015, s. 39–40.

⁸ Huovinen 2004, s. 3–5.

⁹ Lauriala 2008, s. 389–390.

informaatiotehokkuuteen kohdistuu kuitenkin erilaisia riskejä, joilta pyritään suojautumaan informaatiösäätelyn avulla. Koska informaatiösäätelyn perusta muodostuu liikkeeseenlaskijalle asetetuista tiedonantovelvollisuuksista, tutkimuksen seuraavassa osassa selvitetään, mitä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus sisältää ja miten sitä säädel-
lään. Tässä osassa käsitellään, millaista tietoa markkinoilla tulisi olla, jotta sijoittajan-
suoja toteutuu. Selvitetään siis, mitä tietoa sijoittajalla on oikeus saada. Tiedonantovel-
vollisuus jakautuu lainsäädännössä kahteen: jatkuvaan ja säännölliseen tiedonantovel-
vollisuuteen. Tässä kohtaa käydään läpi, mitä nämä käsitteet tarkoittavat ja millaisia ta-
voitteita niillä on sijoittajansuojan näkökulmasta. Lisäksi käsitellään yleisesti sijoittajan
tiedonsaantiin vaikuttavaa informaatiösäätelyä.

Tämän jälkeen tutkimuksessa selvitetään sijoittajan roolia arvopaperimarkkinoilla ja
mikä merkitys sijoitusinformaatiolla ja toisaalta tiedonantovelvollisuudella on sijoitta-
jalle. Informaatio on edellytys sijoittajan perustellulle päätöksenteolle, jonka vuoksi tie-
donantovelvollisuuksilla on vaikutuksia etenkin siihen, miten ja millaista informaatiota
sijoittaja saa. Tutkimuksessa käsitellään sijoittajansuojan periaatetta ja mitä intressejä
sijoittajalla informaation suhteen on. Tämän avulla voidaan tarkastella tiedonantovelvol-
lisuuden vaikutuksia sijoittajansuojan toteutumiseen. Tutkimuksessa käsitellään myös ly-
hyesti sijoittajalle kohdistuvia odotuksia ja vastuita, jotta saadaan kokonaiskuva sijoitta-
jansuojaan vaikuttavista tekijöistä. Lisäksi tutkielman lopussa tarkastellaan, mitä seuraa-
muksia liikkeeseenlaskijalle asetettujen tiedonantovelvollisuuksien toteuttamatta jättä-
misellä voi olla.

Tutkielmassa pyritään pitämään kaikkien käsiteltyjen aiheiden kohdalla sijoittajan näkö-
kulma esillä ja johtopäätöksiä tehdään jatkuvasti tutkielman edetessä. Tämä näkökulma
myös osaltaan rajaa laajaa tutkimuskohdetta ja pyrkii säilyttämään aiheen johdonmukai-
sen tarkastelun. Tutkielman lopussa on yhteenveto, jossa tutkielman aikana tehtyjä ha-
vaintoja esitetään tiivistetysti ja saadaan näin kokonaiskuva siitä, mitä tutkielmassa sel-
visi.

1.1 Tutkimusongelman asettelu

Tutkimuksen menetelmä määräytyy tutkimusongelman hahmottamisella ja tutkimuskohteen määrittämisellä¹⁰. Tämän tutkimuksen tutkimuskohteena toimii liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien sääntelykokonaisuus. Tutkimusongelmaa on käsitelty sijoittajan näkökulmasta. Tutkimuksen tavoitteena onkin selvittää sijoittajan asemaa arvopaperimarkkinoilla ja miten sitä pyritään lainsäädännöllisin keinoin parantamaan. Tutkimuskohteeksi valittu tiedonantovelvollisuuden sääntely on merkittävässä roolissa sijoittajan suojaamisessa.

Tämän tutkimuksen päätutkimuskysymys on, *miten tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä voidaan parantaa sijoittajansuojaa*. Pääkysymyksen lisäksi tutkimus koostuu useista alakysymyksistä, joiden avulla pääkysymykseen pyritään vastaamaan. Tutkimuksessa selvitetään esimerkiksi, *miten liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta säännellään, mitä tarkoitetaan sijoittajansuojalla arvopaperimarkkinaoikeudessa, mitä riskejä siihen kohdistuu ja millainen vastuu tiedonantajalle on lainsäädännössä asetettu sijoittajansuojan parantamiseksi?* Tutkimus koostuu siis useammasta eri tutkimuskysymyksestä, joiden avulla voidaan saada vastauksia tutkimuksen tutkimusongelmaan.

Tutkimusongelma voidaan tutkimuksessa jakaa kolmeen osa-alueeseen: informaation merkitykseen arvopaperimarkkinoilla, tiedonantovelvollisuussääntelyn sisällön selvittämiseen sekä sääntelyn vaikutusten arviointiin. Informaatiolla on merkittävä rooli arvopaperimarkkinalainsäädännössä ja monet lainsäädännön tavoitteet liittyvät informaation laadun kontrolloimiseen. Tämän vuoksi tutkimuksen alussa informaatiolle ja sen merkitykselle on oma kokonaisuutensa. Tiedonantovelvollisuudet ovat osa informaatio-sääntelyä, ja sen tavoitteet perustuvat pitkälti sijoittajan näkökulmaan¹¹. Jotta tutkimuksessa voidaan selvittää tiedonantovelvollisuuksien vaikutuksia ja merkitystä sijoittajalle, on keskeistä käydä läpi sääntelyä ja keskittyä sääntelyn taustalla oleviin tavoitteisiin.

¹⁰ Husa ja muut 2001, s. 18.

¹¹ Vaattovaara 2015, s. 39.

Tavoitteiden pohjalta voidaankin tarkastella sijoittajan asemaan vaikuttavia tekijöitä ja muodostaa kokonaiskuva sijoittajansuojan yhteydestä tiedonantovelvollisuuden sääntelyyn. Näiden kolmen kokonaisuuden tutkiminen tuottaa pitkin tutkimusta vastauksia tutkimuskysymyksiin ja mahdollistaa näin myös tutkimusongelman selvittämisen.

1.2 Tutkimusmetodi

Oikeustieteelle perinteisiä tutkimusmenetelmiä on useampia. Näitä ovat esimerkiksi oikeusdogmatiikka, vertaileva oikeustiede, oikeushistoria tai oikeusteoria. Näistä ehkä yleisin ja tunnetuin on oikeusdogmaattinen eli lainopillinen menetelmä, joka toimii myös tämän tutkimuksen tutkimusmetodinä. Aarnio jakaa lainopillisen tutkimuksen tehtävät kahteen: oikeussääntöjen tulkintaan ja systematisointiin.¹² Lainopillisessa tutkimuksessa selvitetään voimassa olevaa oikeutta ja oikeusnormien sisältöä¹³. Voimassa olevaa oikeutta tutkiva tutkimus voidaan mieltää myös *de lege lata* -tutkimukseksi¹⁴. Lainopin avulla voidaan selvittää, miten aktuaalisessa tilanteessa tulisi voimassa olevan oikeuden mukaan toimia¹⁵. Lainopillisessa tutkimuksessa tutkitaan siis, mikä on voimassa oleva oikeudentila ja mikä merkitys lainsäädännöllä ja aiheeseen liittyvillä oikeuslähteillä on. Oikeuslähteillä tarkoitetaan kaikkea sitä informaatiota, joka tutkii ja tulkitsee oikeusjärjestyksen sisältöä.¹⁶ Oikeuslähteiden tulkinnalla lainopillisessa tutkimuksessa pyritään tutkimaan oikeusjärjestykseen kuuluvia sääntöjä ja selvitetään niiden sisältöä. Lainopilliselle tutkimukselle ominaista on myös oikeusjärjestyksen systematisointi, jolla tarkoitetaan voimassa olevan oikeuden jäsentämistä. Systematisoinnilla voidaan helpottaa oikeusjärjestyksen kokonais kuvan hahmottamista.¹⁷

Aarnio näkee oikeustieteellisen metodin eräänlaisena näkökulma-ajatteluna. Hänen ajatuksensa mukaisesti oikeustieteellisen tutkimuksen metodin voidaan ajatella olevan

¹² Aarnio 2006, s.238.

¹³ Hirvonen 2011, s. 24.

¹⁴ Määttä 2016, s. 65.

¹⁵ Husa ja muut 2001, s. 13.

¹⁶ Hirvonen 2011, s.24.

¹⁷ Husa ja muut 2001, s.13.

jokin näkökulma oikeuteen. Aarnio pyrkii tällä ajattelulla erottamaan oikeudellisen tutkimuksen muista luonnontieteellisistä tai teknisistä tutkimuksista.¹⁸ Tämä on perusteltua, koska oikeustieteellisten tutkimusten tutkimusmenetelmät poikkeavat usein paljonkin muiden tieteenalojen tutkimusmenetelmistä ja -käytännöistä. Aarnion näkökulma-ajattelu on myös tämän tutkimuksen kannalta mielenkiintoinen ajatus. Tässä tutkimuksessa tutkimusongelma muodostuu näkökulman asettamisesta tarkastelukohteelle. Tiedonantovelvollisuudet ovat tämän tutkimuksen tarkastelun kohteena ja näkökulmaksi tähän on otettu sijoittajan intressit eli sijoittajansuoja. Tutkimuksessa tiedonantovelvollisuutta tutkitaan sijoittajansuojan periaatteen näkökulmasta. Eli mikä yhteys tiedonantovelvollisuuksilla on sijoittajansuojaan.

Lainopillisessa tutkimuksessa keskeisessä asemassa ovat sekä oikeusnormit että oikeusnormilauseet. Oikeusnormilauseella tarkoitetaan sitä oikeusjärjestykseen sisällytettyä lausetta, joka tarjoaa informaatiota oikeusnormin toteutumisesta.¹⁹ Esimerkiksi tämän tutkimuksen kannalta oikeusnormilause voisi olla AML 2 §: ”Arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti”. Tämä oikeusnormilause ilmaisee sitä oikeusnormia, joka kieltää hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen toiminnan arvopaperimarkkinoilla. Lainopillisen tutkimuksen tutkimuskohde on siis oikeusnormit ja tutkimusmateriaalina toimii edellä esimerkillä kuvattu oikeusnormilause. Lainopillisessa tutkimuksessa tutkitaan ja tulkitaan jotain oikeudellista ilmiötä. Tulkinta tapahtuu oikeusnormilauseiden ja oikeusnormien välillä. Tulkinta on sitä, miten näiden kahden sisältö kytkeytyy toisiinsa eli miten oikeusnormilause siis toteuttaa oikeusnormia.²⁰

Lainoppi ei kuitenkaan keskity ainoastaan oikeussääntöjen tulkintaan, vaan lainopilla tutkitaan myös oikeusperiaatteita. Oikeussäännöt ja oikeusperiaatteet sisältyvät oikeusnormeihin. Lainopillisen tutkimuksen tehtävänä onkin myös oikeusperiaatteiden tulkinta ja analysointi, joka väistämättä edellyttää oikeussäännöksiensä tulkintaa.²¹ Tämä tutkimus on

¹⁸ Aarnio 2006, s. 237.

¹⁹ Hirvonen 2011, s. 24–25.

²⁰ Hirvonen 2011, s. 24.

²¹ Hirvonen 2011, s. 24.

arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus, jonka vuoksi se käsittelee arvopaperimarkkinaoikeudellisia oikeusperiaatteita, joita arvopaperimarkkinalain oikeussäännökset tukevat. Tutkimusongelman kannalta kuitenkin ehkä keskeisin oikeusperiaate on sijoittajasuojan periaate. Tämän tulkinta on olennainen osa tutkimusta, kun halutaan selvittää, millainen merkitys tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä on sijoittajalle.

1.3 Tutkimuksen lähteet

Tutkimuksen lähteenä toimivat useat eri oikeuslähteet, kuten lainsäädäntö, oikeuskirjallisuus, hallituksen esitykset ja oikeuskäytäntö. Myös aiemmillä oikeudellisilla tutkimuksilla ja tutkimustuloksilla on merkittävä rooli tutkimuksessa. Lähteitä on pyritty käyttämään monipuolisesti, jotta tutkimuksen luotettavuus olisi hyvä. Luotettavuutta lisää myös lähdekritiikki, jonka avulla lähteiden käytössä on pyritty keskittymään olennaiseen ja aiheen kannalta relevanttiin aineistoon²². Lähdekritiikki on erityisen tärkeää tutkittaessa voimassa olevaa oikeutta. Oikeuden sisältö ja muoto on jatkuvan kehityksen kohteena, joten lähteiden käytössä on pyritty huomioimaan niiden ajankohta ja sen hetkinen voimassa oleva oikeudentila. Kuitenkin monissa tutkimuksissa käytetyissä lähteissä, vaikka oikeudentila olisi kirjoittamisen jälkeen muuttunut, on usein periaate lainsäädännön taustalla säilynyt samana. Lainsäädäntö tavoittelee jotain tiettyä oikeudentilaa ja useinkaan tämä tavoite ei ajan kuluessa muutu, mutta keinot sen saavuttamiseksi voivat kehittyä. Tämän vuoksi myös oikeuskirjallisuus, jonka jälkeen lainsäädäntöön on tullut muutoksia, on tutkimuksen kannalta tärkeää lähdemateriaalia.

²² Husa ja muut 2001, s. 22.

2 Informaation merkitys arvopaperimarkkinoilla

Informaation rooli ja merkitys yhteiskunnassa on ollut jo pitkään kasvussa ja voidaan puhua jopa informaatioyhteiskunnasta ja informaatiomarkkinoiden kasvusta²³. Informaatiolla on merkittävä rooli kaikille sen hyödyntäjille. Informaatio on väline, jota voidaan pitää päätöksenteon edellytyksenä. Tämän vuoksi informaatiota pidetään yhtenä merkittävänä päätöksenteon työkaluna. Myös yhteiskunnan taloudelliset edut linkittyvät informaation hyödyntämiseen. Rahoitusmarkkinoilla informaation välittäminen on keskeistä etenkin sen vuoksi, että sillä on merkittävä taloudellinen vaikutus markkinoilla toimiville osapuolille. Informaatio on eräänlainen hyödyke, jonka avulla taloudelliset toimijat voivat tehdä rationaalisia päätöksiä. Puutteellinen tai virheellinen informaatio on esteenä rationaalisen päätöksenteon edellytyksille.²⁴

Informaatio ohjaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Yritykset ja yhteisöt tarvitsevat rahoitusta, jotta ne voivat harjoittaa liiketoimintaa. Rahoitusmarkkinoiden tarkoituksena on ohjata pääomaa sitä tarvitseville tahoille. Rahoitusmarkkinoiden toimijoilla on erilaisia intressejä rahoituksen suhteen. Rahoitusmarkkinoilla on osapuolia, joilla on enemmän rahoitustarpeita, mitä heillä on pääomaa. Toisaalta rahoitusmarkkinoilla on osapuolia, joilla on enemmän pääomaa, mitä heillä on rahoitustarpeita.²⁵ Rahoitusmarkkinoiden toiminta pohjautuu siihen, että tilannetta tasapainotetaan ohjaamalla ylijäämää alijäämäsektorille. Tällöin myös pääoma eli investoinnit kohdistuvat investointeja tarvitseville.²⁶ Rahoitusmarkkinoilla on tärkeä tehtävä välittää informaatiota varojaan sijoittavien sekä varoja hankkivien toimijoiden välillä. Jotta pääomat ohjautuisivat oikein, on edellytyksenä riittävä ja oikea informaatio siitä, mihin sijoitukset kannattaa kohdistaa.

²³ Saarenpää 2022

²⁴ Korva 2004, s. 433.

²⁵ Ks. esim. Lauriala 2008, s. 52: rahoitusmarkkinoiden rakenteesta ja funktiosta; Huovinen 2004, s. 3–4: arvopaperimarkkinoiden tehtävistä ja yhteiskunnallisista tavoitteista.

²⁶ Hoppu 2004, s. 24.

Rahoitusmarkkinoiden informaatio perustuu liiketoimintaa harjoittavien julkistamaan tietoon. Informaation tarkoituksena rahoitusmarkkinoilla on, että tietoa yhtiöihin vaikuttavista tapahtumista, niiden taustalla vaikuttavista syistä sekä niiden seurauksista olisi mahdollisimman hyvin tarjolla. Tiedolla on erityisen tärkeä merkitys sijoittajalle, joka perustaa päätöksensä saamaansa tietoon. Tärkeässä asemassa sijoittajan päätöksenteossa onkin yhtiön tuottama informaatio. Tästä johtuen myös sääntely kohdistuu pääosin yhtiöiden julkistamaan tietoon. Yksittäisellä sijoittajalla ei olisi resursseja tai edes mahdollisuutta hankkia kaikkea tarvitsemaansa tietoa ilman lainsäädännön velvoitteita.²⁷ Lisäksi, koska informaation haltijat eivät useinkaan saa riittävästi korvausta tiedon hankkimisesta, ei markkinoiden ole uskottu tuottavan riittävästi informaatiota ilman sääntelyä²⁸. Markkinoilla tarjolla oleva informaatio perustuukin pitkälti sääntelyn asettamiin tiedonannon velvollisuuksiin. Velvollisuuteen perustuvan julkistamisen lisäksi yhtiöillä on kuitenkin myös omia intressejä tiedon jakamiselle.²⁹ Yhtiön intressit perustuvat siihen, että informaation avulla sijoittaja muodostaa kuvan sijoituskohteestaan, joka taas antaa yhtiölle mahdollisuuden perustella rahoituksensa tarvetta.

Informaatio on päätöksentekoa mahdollistava varallisuusarvo³⁰. Informaatiota voidaankin pitää myös varallisuus oikeudellisena kysymyksenä. Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa mielessä informaatio määrittää sijoituskohteen arvon, jolloin informaatiolla on väistämättä merkittävää taloudellista arvoa. Taloudellisen arvon ja edun tavoittelijana sijoittajalle muodostuu oikeus informaatioon. Informaation jakautumista sijoittajien keskuudessa ohjaa vahvasti yhdenvertaisuuden periaate. Tämän vuoksi informaatiota voidaan sijoittajien keskuudessa verrata myös jossain määrin julkiseen omaisuuteen. Kaikilla informaatiota tarvitsevilla tulisi olla oikeus myös sen hyödyntämiseen.³¹ Tätä tukee informaation tasapuolisen jakautumisen ja sijoittajien yhdenvertaisuuden periaatteet. Informaatiolla voidaan nähdä olevan yhteys myös julkishyödykkeen ominaisuuksiin.

²⁷ Annola 2004, s. 36–37.

²⁸ Turtiainen 2004, s. 121.

²⁹ Annola 2004, s. 36–37.

³⁰ Vaattovaara 2015, s. 28.

³¹ Korva 2004, s. 434.

Julkisuusperiaate edellyttää menettelyn avoimuutta ja toiminnasta informoimista³². Julkishyödykkeellä lähtökohtaisesti tarkoitetaan, että jokaisen tulisi voida sitä hyödyntää ilman, että se vähentäisi kenenkään toisen hyödyntämismahdollisuuksia. Tällöin myös kenenkään jättäminen informaation ulkopuolelle, ei tulisi olla mahdollista.³³ Oikeustaloustieteellisenä tavoitteena pidetäänkin sitä, että informaation allokointi olisi mahdollisimman tehokasta. Informaatio jakautuisi oikeudenmukaisesti sen käyttäjille mutta myös suojelisi informaation haltijaa sen väärinkäytöksiltä. Lainsäädännön on siis huomioitava sekä informaation yksityisyys että oikeus sen salassapitoon tietyn edellytyksin. Tehokas informaation allokointi edellyttää siis myös joissain tilanteissa informaation suojaamista sen julkiselta käytöltä.³⁴

2.1 Arvopaperimarkkinoiden sääntely

Arvopaperimarkkinat ovat rahoitusmarkkinoiden osa, jossa rahoituksen hankkiminen tapahtuu arvopapereilla. Arvopaperin määritelmä sisältyy arvopaperimarkkinalain (AML 14.12.2012/746) ensimmäiseen pykälään. Arvopaperimarkkinoilla on merkittävä vaikutus kansantalouden ja yhteiskunnan hyvinvoinnille. Arvopaperimarkkinat pitävät huolen siitä, että yhteiskunta ja elinkeinoelämä saavat tarvitsemaansa rahoitusta. Arvopaperimarkkinoiden on tarkoitus hoitaa rahoitus tehokkaasti ja kohdistaa se yhteiskunnan kehityksen kannalta oikeisiin kohteisiin. Tämän vuoksi markkinoiden luotettavuus ja kustannustehokkuus on keskeinen tavoite myös lainsäädännölle.³⁵

Arvopaperimarkkinoiden keskeistä sääntelyä voidaan pitää informaationsäätelynä, sillä sääntely kohdistuu pääasiassa informaatioon. Arvopaperimarkkinoiden ja informaation yhteys pohjautuu siihen, että arvopaperien hinnan muodostus perustuu informaatioon. Informaatio ohjaa arvopapereiden hintoja arvopaperimarkkinoilla. Voidaan ajatella, että sen ohessa, kun arvopaperimarkkinoilla käydään kauppaa arvopapereilla, siellä käydään

³² Mäenpää 2016, s. 1

³³ Turtiainen 2004, s. 121.

³⁴ Korva 2004, s. 434.

³⁵ Hoppu 2004, s. 97.

kauppaa myös informaatiolla.³⁶ Informaatio siis ohjaa arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaa vaihdantaa³⁷.

AML 1 §:ssä arvopaperi määritellään vaihdantakelpoiseksi arvopaperiksi, joka on saatettu liikkeeseen useiden samansisältöiset oikeudet sisältävien arvopaperien kanssa. Arvopaperimarkkinoilla käydään kauppaa arvopapereilla. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö tulee sovellettavaksi siinä vaiheessa, kun yhtiöt laskevat yhtiön osakkeita liikkeeseen julkisen vaihdannan kohteeksi. Tätä voidaan kutsua yhtiön listautumiseksi. Tässä vaiheessa yhtiön sääntely-ympäristö muuttuu merkittävästi.³⁸

Arvopaperimarkkinat voidaan jakaa ensimarkkinoihin ja jälkimarkkinoihin. Ensimarkkinoilla kaupan osapuolina toimii liikkeeseenlaskija ja merkitsijä. Liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan arvopaperimarkkinalain 3 §:ssä suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka laskee liikkeeseen arvopaperin. Kun arvopaperi lasketaan liikkeelle kaupankäynnin kohteeksi, voidaan osakkeita merkintä. Osakkeiden merkinnällä tarkoitetaan osakkeiden ostamista. Merkintähinta on se hinta, mikä yhtiölle maksetaan osakkeesta ja mikä siirtyy yhtiön osakepääomaan. Merkitsijällä tarkoitetaan sitä tahoa, joka merkitsee eli ostaa kyseisen osakkeen.³⁹ Näin yritykset saavat pääomamarkkinoilta rahoitusta. Jälkimarkkinoilla kauppaa käydään arvopaperien myyjien ja ostajien välillä. Jälkimarkkinoilla kauppa tapahtuu ensimarkkinoilla liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla.⁴⁰ Arvopaperimarkkinalaki sisältää sääntelyä esimerkiksi arvopaperien liikkeeseenlaskusta, tiedonantovelvoitteista ja arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöstä⁴¹.

Listautumisvaiheessa liikkeeseenlaskija tulee tiedonantovelvollisuuden piiriin⁴², jolloin sen on arvopaperimarkkinalain 1 §:n perusteella laadittava esite. Esitteeseen liittyvät

³⁶ Hoppu 2004, s. 33.

³⁷ Annola 2005, s. 28.

³⁸ Lauriala 2008, s. 390.

³⁹ Suomi.fi 2019.

⁴⁰ Hoppu 2004, s. 24.

⁴¹ AML 2012/746 1 luku 1 § Lain yleinen soveltamisala.

⁴² Lauriala 2008, s. 390.

velvollisuudet sisältyvät arvopaperimarkkinolain toiseen osaan, jossa määritellään, kenellä on velvollisuus laatia esite ja millä perusteilla esitettä ei tarvitse julkaista. Esite on ensimarkkinoiden merkittävin tiedonantoa koskeva sääntelyn kohde⁴³. Jälkimarkkinoilla tapahtuvan tiedonannon sääntely sisältyy arvopaperimarkkinolain kolmanteen osaan, esitevelvollisuuden sääntelyn jälkeen. Tiedonantoa jälkimarkkinoilla säädelään säännöllisellä ja jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella.

Arvopaperimarkkinoiden kansainvälistyessä lainsäädäntökin on ollut jatkuvassa kehityksessä Euroopan unionin toimesta. Rajat ylittävä rahoitus on yhä tärkeämmässä asemassa yhtiöiden pääoman hankkimiselle, joten myös kansainvälistä sääntelyä tarvitaan tehokaiden ja luotettavien rajat ylittävien rahoitusmarkkinoiden varmistamiseksi. EU-sääntelyllä onkin merkittävä vaikutus Euroopan unionin sisäisten rahoitusmarkkinoiden luottamuksen ylläpitämiselle.⁴⁴ Tämän vuoksi merkittävä osa arvopaperimarkkinolainsäädännöstä tapahtuu EU-tasolla. EU-tason direktiivit liittyen arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn vaikuttavat luonnollisesti Suomen lainsäädännön sisältöön.⁴⁵ Arvopaperimarkkinolainsäädäntö on kehittynyt EU-tasolla paljon 2000-luvulla erilaisten direktiivien ja asetusten seurauksena⁴⁶.

Euroopan komission keskeisenä tavoitteena on yhtenäistää sääntelyä arvopaperimarkkinoilla, jonka myötä rajat ylittävän pääoman hankinta helpottuisi. Pääoman liikkuminen ja kansainvälinen sijoittaminen vaatii Euroopan komission mukaan informaation yhtenäistämistä.⁴⁷ Tämän vuoksi tiedonantovelvoitteista on säädetty EU-tasolla direktiivien, asetusten ja kansainvälisten suositusten avulla. Tiedonantovelvollisuutta sääntelevä keskeinen asetetus on markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU N:o 596/2014 MAR), jossa säännellään jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, sisäpiirikaupankäynnistä ja markkinoiden manipulaatiosta. Lisäksi tiedonantovelvollisuutta säännellään EU-tasolla

⁴³ Sillanpää 2007, s. 325.

⁴⁴ Hoppu 2004, s. 25–28.

⁴⁵ Lauriala 2008, s. 387.

⁴⁶ Häyrynen 2013, s. 18.

⁴⁷ Häyrynen 2013, s. 23.

avoimuusdirektiivillä (2004/109/EY)⁴⁸ ja muutosdirektiivillä (2013/50/EU)⁴⁹. EU-sääntelyn myötä Euroopan komissio on pyrkinyt pienentämään kansallisten sääntelyiden liikku-
mavaraa ja pyrkinyt yhtenäistämään lainsäädäntöä Euroopan unionin sisällä⁵⁰. Tämän li-
säksi liikkeeseenlaskijan säännöllistä tiedonantovelvollisuudesta säädelään EU-tasolla
myös tilinpäätösdirektiiveillä⁵¹ ja esimerkiksi IFRS-standardeilla⁵².

Kotimaisessa lainsäädännössä keskeisin sääntely sisältyy arvopaperimarkkinalakiin ja
säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään lisäksi valtiovarainministeriön ase-
tuksessa (VMA)⁵³. Lisäksi muu lainsäädäntö, kuten kirjanpitolaki (30.12.1997/1336, KPL),
osakeyhtiölaki (21.7.2006/624, OYL) ja rikoslaki (19.12.1889/39, RL) säätelevät arvopa-
perimarkkinoiden toimintaa. Kirjanpitolaki sisältää toimintakertomusta koskevaa sään-
telyä ja esimerkiksi osakeyhtiölaissa luvussa 8 käsitellään osakeyhtiön laatimaa tilinpää-
töstä ja toimintakertomusta. Arvopaperimarkkinaoikeudella voidaan nähdä olevan lähei-
sin yhteys yhtiöoikeuteen. Tämä johtuu siitä, että molemmissa keskeisenä oikeudellisena
instrumenttina toimii osake. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on muodostanut eri-
tyisnormiston yhtiöiden velvoitteiden sääntelylle, ja sääntely on tämän myötä jokseen-
kin eriytynyt yhtiöoikeudellisesta sääntelystä. Eriytymisessä sääntelyn kohteeksi on ni-
menomaan tullut arvopaperimarkkinoilla tapahtuva vaihdanta, kun ennen sääntelyn
kohteena oli markkinoiden osapuolien toimintaan kohdistuva sisäinen sääntely. Toisaalta
myös osapuoliin kohdistuvien velvollisuuksien sääntely on osaltaan turvannut vaihdan-
nan luotettavuutta.⁵⁴

⁴⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi (2004/109/EY, koskien säännellyillä markkinoilla kaupan-
käynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyen avoimuusvaati-
musten yhdenmukaistamisesta.

⁴⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU.

⁵⁰ Valtiovarainministeriö 2013.

⁵¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, koskien tiettyjen yritysten vuositilinpäätök-
siä, konsernitilinpäätöksiä ja kertomuksia.

⁵² International Financial Reporting Standards: julkisesti noteerattujen yhtiöiden, joiden arvopapereilla
käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla, on laadittava konsernitilinpäätös kansainvälisten tilinpää-
tösstandardien mukaisesti.

⁵³ Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuu-
desta.

⁵⁴ Annola 2005, s. 41–43.

Arvopaperimarkkinoiden kannalta merkittävää sääntelyä sisältyy myös esimerkiksi rikoslakiin. Rikoslain⁵⁵ 51 luku 5 § sisältää sääntelyä koskien tiedottamisrikosta, sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja markkinoiden manipulointia arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi Finanssivalvonta (Fiva) antaa sekä määräyksiä että ohjeita tiedonantovelvollisuuden toteuttamisesta⁵⁶. Tiedonantovelvollisuutta koskeva itsesääntely sisältyy Helsingin Oy pörssin⁵⁷ sääntöihin ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodiin (Corporate Governance)⁵⁸.

2.1.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn sisältyy keskeisiä oikeusperiaatteita, joiden tavoitteena on varmistaa arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta. Oikeusperiaatteilla on tärkeä rooli oikeussäännösten tulkinnassa. Oikeusperiaatteiden tarkoituksena on toimia ohjenuorana yksittäisten säännösten tulkinnassa, jolloin ne kertovat samalla myös paljon lainsäädännön tarkoituksesta ja tavoitteista. Tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että lain aukkoja ja sanallista puutteellisuutta tulee tulkita oikeusperiaatteiden mukaisesti.⁵⁹ Informaation rooli on keskeinen arvopaperimarkkinoilla, jonka vuoksi oikeusperiaatteet ohjaavat juuri informaatioon kohdistuvaa sääntelyä.

Hyvän tavan mukaisen menettelyn velvollisuus sisältyy AML ensimmäisen luvun 2 §:ään. Lainkohta kieltää hyvän tavan vastaisen menettelyn arvopaperimarkkinoilla. Kyse on hyvin kokonaisvaltaisesta ja laajasta oikeusperiaatteesta, jota pidetään periaatteena koko lain soveltamisalan taustalla. Soveltamisalaan kuuluu kaikki markkinaosapuolet, kuten osapuolet arvopaperikaupassa, liikkeeseenlaskijat ja sijoitus- sekä muiden arvopaperien tarjoajat.⁶⁰ Sääntelyllä yleisestikin edellytetään hyvän tavan mukaista toimintaa. Hyvän

⁵⁵ Rikoslaki 1889/39 luku 51.

⁵⁶ kts. esim. Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2016; Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet.

⁵⁷ Ks. Nasdaq: Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille (2021).

⁵⁸ Arvopaperimarkkinayhdistys on joulukuussa 2006 perustettu yhteistyöelin, jonka tavoitteena on itsesääntelyllä yhdenmukaistaa arvopaperimarkkinoilla toimivien yhtiöiden toimintamallit.

⁵⁹ Häyrynen & Kajala 2013, s. 51–52.

⁶⁰ Häyrynen & Kajala 2013, s. 48–49.

tavan vaatimuksen periaate voidaankin nähdä olevan keskeinen periaate kaikessa oikeudellisessa sääntelyssä, jonka vuoksi sen tulkinnassa voidaan hyödyntää laajasti eri oikeudenalojen oikeuskäytäntöä.

Arvopaperimarkkinoiden hyvän tavan vastaisen menettelyn säännöksellä pyritään takaamaan, että kaikki markkinoilla toimivat hyvän markkinatavan mukaisesti linjassa oikeussäännösten ja niiden tavoitteiden kanssa. Hallituksen esitöissä hyvä arvopaperimarkkinatapa tulee yksittäisten säännöksien puuttuessa tulkita yleisesti sopimussuhteissa ja oikeustoimissa toteutettavien periaatteiden mukaisesti. Etenkin arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyssä pyritään määrittelemään hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä.⁶¹ Lainsäädäntö katsoo, että etenkin ammattimaisten toimijoiden tulisi noudattaa korostetusti säännöstä varsinkin, jos vastapuolena voidaan ajatella olevan heikomman aseman omaava yksityissijoittaja. Hyvän tavan noudattamisen velvollisuudella onkin yhteys myös heikomman suojan periaatteeseen. Kuten muidenkin laajojen oikeusperiaatteiden kohdalla, hyvän tavan määrittelemine riippuu tilanteesta ja vaatii usein tapauskohtaista tulkintaa. Hyvän tavan mukaisella menettelyllä kuitenkin lähtökohtaisesti tarkoitetaan yleisesti hyväksyttyä, oikeudenmukaista ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullista kauppatapaa.⁶²

Hyvän tavan mukaisella menettelyllä on keskeinen merkitys sijoittajalle. Etenkin yksityissijoittajan voidaan ajatella olevan arvopaperikaupassa kaupan tiedollisesti heikompi osapuoli, jota hyvän tavan mukaisen menettelyn velvollisuus suojaa. Hyvän tavan taustalla on periaatteita puolueettomuudesta, luottamuksesta, tasapuolisuudesta ja tehokkuudesta. Hyvän tavan mukaista toimintaa määriteltäessä voidaan ratkaisua hakea siitä, mikä on markkinoiden lainsäädännön todellisena tavoitteena ja toteutuuko tavoite toiminnassa.⁶³ Periaatteen myötä sijoittaja voi siis odottaa vastapuolelta edellä mainittujen periaatteiden mukaista menettelyä arvopaperikaupassa.

⁶¹ HE 32/2012vp, s. 96.

⁶² Häyrynen & Kajala 2013, s. 49–50.

⁶³ Häyrynen & Kajala 2013, s. 51.

2.1.2 Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon kieltö

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 3 § sisältää kiellon antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Kielto koskee kaikkia niitä, joilla on arvopaperimarkkinalainsäädännön perusteella tiedonantovelvollisuus. Kielto koskee tietoa, joka annetaan rahoitusvälineiden markkinoinnin tai vaihdannan yhteydessä. Oikeusperiaatteen sääntely kattaa siis myös muut rahoitusvälineet kuin arvopaperit. Lainkohtaan liittyy oikaisuvelvollisuus, jolla tiedonantaja velvoitetaan ”viivytyksettä oikaisemaan sellainen tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle”. Informaatio voi joissain tapauksissa olla oikeaa sen julkaisuhetkellä, mutta myöhemmin käy ilmi, että tieto ei enää pidä paikkaansa. Oikaisuvelvollisuudella tarkoitetaan velvollisuutta oikaista tällainen tieto silloin, jos sillä voidaan olettaa olevan olennainen merkitys sijoittajalle. Tieto on lainkohdan mukaan oikaistava viivytyksettä ja tietoa on täydennettävä riittävästi. Lisäksi pykälään sovellettavaksi tulemisen edellytyksenä on elinkeinotoiminnan vaatimus. Kielto koskee siis vain sellaista rahoitusvälineiden vaihdantaa ja markkinointia, mikä tapahtuu elinkeinotoiminnassa. Elinkeinotoiminnalla tarkoitetaan ammattimaista taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Sääntelyssä tarkoitettua markkinointia on kaikki sellainen viestintä, jonka tavoitteena on myötävaikuttaa arvopaperin vaihdantaan tai liikkeeseenlaskuun.⁶⁴

Totuuden vastaisena tietona voidaan pitää virheellisen tai vääristävän asian esittämistä totuutena. Tieto voi esimerkiksi liittyä liikkeeseenlaskijan taloudelliseen tilanteeseen vaikuttaviin tekijöihin. Tiedon totuudenmukaisuutta arvioidaan sen julkistamisen hetken tilanteen mukaan.⁶⁵ Jos tieto on sen julkaisuhetkellä pitänyt paikkansa ja muuttuu myöhemmin totuudenvastaiseksi, mutta tämä korjataan viivytyksettä ja riittäväällä tavalla, ei tietoa pidetä lain mukaan totuudenvastaisena.

⁶⁴ Häyrynen & Kajala 2013, s. 54.

⁶⁵ Häyrynen & Kajala 2013, s. 55.

Tiedon harhaanjohtavuuden tulkinta on taas astetta haastavampaa, sillä mahdollisia tilanteita on useita. Kun tiedon totuudenmukaisuutta voidaan arvioida tosiasioiden valossa, on harhaanjohtavuutta arvioitava myös muilla perusteilla. Tieto voi nimittäin olla totuudenmukaista sen julkaisuhetkellä, mutta johtaa jollain muulla tavoin sen vastaanottajaa harhaan. Näitä tapoja voi olla esimerkiksi puutteellisen tiedon esittäminen, jonka tarkoituksena on esimerkiksi jättää jotain sellaista tietoa pois, mikä vääristää informaation muodostamaa kokonaiskuvaa. Joskus myös jonkin tiedon liiallinen korostaminen voi antaa harhaanjohtavaa tietoa. Tällaista on esimerkiksi jonkun vähemmän olennaisen asian liiallinen korostaminen niin, että tämä antaa tiedolle tarpeettoman suuren painoarvon sijoittajan päätöksenteossa. Tiedon on myös oltava täsmällistä ja riittävän selkeää. Harhaanjohtavuuden ongelmat korostuvat niissä tilanteissa, joissa tieto tulee jostain sijoittajan näkökulmasta katsottuna luotettavasta lähteestä. Mikäli sijoittajalla on lähteen perusteella perusteltu oikeus luottaa informaatioon, on sen harhaanjohtavuudella suurempi merkitys.⁶⁶

2.1.3 Riittävien tietojen saatavilla pitäminen

Arvopaperimarkkinalain ensimmäisen luvun 4 § velvoittaa pitämään riittäviä tietoja tasapuolisesti sijoittajien saatavilla. Säännöksen velvollisuus koskee siis kaikkia niitä tahoja, joilla on arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan. Riittävän tiedon vaatimukseen liittyy olennaisuusarviointi. Kun tulkitaan tiedon riittävyyttä, arvioidaan, onko tiedolla olennainen vaikutus arvopaperin hintaan.⁶⁷ Se, mitä tarkoitetaan olennaisella vaikutuksella, on pyritty tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä selkeyttämään. Tiedon olennaisuutta tarkastellaan tarkemmin tutkielman myöhemmissä vaiheissa⁶⁸. Olennaisen tiedon julkaisu- ja saatavilla pidon vaatimuksella tavoitellaan sitä,

⁶⁶ Häyrynen & Kajala 2013, s. 55–58.

⁶⁷ Häyrynen & Kajala 2013, s. 59.

⁶⁸ Ks. kpl 3.3. Jatkuva tiedonantovelvollisuus.

että sijoittaja voisi tosiasiallisesti perustaa sijoituspäätöksensä olennaiseen tietoon, eli selkälaiseen tietoon, joka on omiaan vaikuttamaan olennaisesti arvopaperin arvoon⁶⁹.

Säännös edellyttää myös tietojen tasapuolisen saatavilla pidon. Riittävän ja olennaisen tiedon lisäksi tiedot tulisi siis myös pitää tasapuolisesti kaikkien sijoittajien saatavilla. Arvopaperimarkkinalaissa on säännelty yksityiskohtaisesti siitä, miten tietoja tulisi pitää esillä, jotta ne olisivat kaikkien sijoittajien saatavilla tasapuolisesti⁷⁰. Lainsäädännössä liikkeeseenlaskijalle asetetut velvoitteet varmistavat siis sen, että tiedot ovat tasapuolisesti kaikkien sijoittajien saatavilla. Verrattuna kahteen aiempaan säännökseen, riittävien tietojen saatavilla pidon soveltamisala ei ole yhtä kattava. Säännös ei nimittäin koske arvopaperien markkinointia.⁷¹ Arvopaperien markkinointi käsittää paljon laajalaisemmin erilaista sijoittajaviestintää, jota käsitellään tutkielmassa tarkemmin myöhemmin⁷². Kuitenkin markkinoinnista puhuttaessa tarkoitetaan kaikkea sellaista viestintää, jolla tähdätään arvopaperien vaihdannan edistämiseen.⁷³

2.2 Informaatiotehokkuus ja markkinaluottamus

Jotta rahoitusmarkkinat olisivat tehokkaat ja liiketoimintaa varten rahoitusta tarvitsevat yhteisöt saisivat rahoitusmarkkinoilta pääomaa, on ensimarkkinoiden oltava toimivat. Ensimarkkinoilla nimittäin tapahtuu sijoituskohteen suora rahoittaminen. Ensimarkkinoilla ei siis käydä kauppaa. Toimivien ensimarkkinoiden edellytyksenä on luottamus, johon puolestaan vaikuttaa jälkimarkkinoiden toimivuus. Mikäli sijoittaja voi luottaa saavansa myöhemmin jälkimarkkinoilla arvopaperin eteenpäin, he ovat halukkaita hankkimaan arvopapereita ensimarkkinoilta.⁷⁴ Arvopaperimarkkinoiden luottamusta pyritään turvaamaan lainsäädännön avulla. Lainsäädännöllä voidaan edistää rahoituksen tehokasta liikkuvuutta lisäämällä sijoittajien luottamusta toimiviin arvopaperimarkkinoihin.

⁶⁹ AML 2012/746: 4 §.

⁷⁰ Häyrynen & Kajala 2013, s. 60.

⁷¹ Salo 2016, s. 89–90.

⁷² Ks. kpl 3.4. Muu informaatio sääntely

⁷³ HE 32/2012 vp, s. 95.

⁷⁴ Hoppu 2004, s. 24–25.

Toisin sanoen arvopaperimarkkinoiden luottamuksen voidaan katsoa toteutuneen, kun sijoittamiseen liittyvät riskit kohdistuvat vain sijoituskohteen taloudelliseen kannattavuuteen. Riskit eivät siis liittyisi rahoitusmarkkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien osapuolten epäoikeudenmukaiseen käyttäytymiseen.⁷⁵ Jälkimmäisessä tapauksessa suurimman riskin sijoittajalle muodostaisi informaation luotettavuus, joka heikentäisi markkinoiden yleistä luottamusta ja niiden tehokasta toimintaa.

Tämän johdosta arvopaperimarkkinalain keskeisimpänä tavoitteena voidaan pitää pääomamarkkinoiden tehokkuuden varmistamista⁷⁶. Kuitenkin, koska tehokkuus perustuu lähtökohtaisesti myös markkinoiden vapauteen ja kilpailuun, lainsäädäntö ei saisi rajoittaa tätä niin että tehokkuus kärsisi merkittävästi. Vapaan kilpailun rajoittamisen sijasta arvopaperimarkkinoiden sääntely keskittyykin ensisijaisesti myyjän ja ostajan tai liikkeenlaskijan ja merkitsijän väliseen luottamuksen turvaamiseen.⁷⁷ Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla näiden osapuolten välinen luottamus on turvattava⁷⁸. Luottamuksen turvaaminen suojaa sijoittajaa informaation epäluotettavuudelta. Kun sijoittajan ottamat riskit kohdistuvat pääasiassa sijoituskohteen taloudelliseen kannattavuuteen eikä informaation luotettavuuteen, voidaan säilyttää sijoittajan luottamus markkinoiden toimintaan.⁷⁹ Sijoittajien luottamus edellyttää myös sitä, että sijoittajat kokevat markkinat puolueettomiksi ja oikeudenmukaisiksi. Markkinoiden puolueettomuudella varmistetaan sijoittajien yhdenvertaisuus, jolloin sijoittajat kokevat markkinat myös oikeudenmukaisiksi. Markkinoiden tehokkuuden, puolueettomuuden sekä oikeudenmukaisuuden yhdistävänä tekijänä voidaan pitää luottamusta. Kaikkien näiden tavoitteiden toteutuminen tapahtuu nimittäin luottamuksen myötä.⁸⁰

Luottamus markkinoilla säilyy silloin, kuin arvopaperin hintaa voidaan pitää oikeana ja aitona. Hinnan aitous ja oikeellisuus puolestaan perustuu rahoitusmarkkinoilla

⁷⁵ Häyrynen 2013, s. 17.

⁷⁶ Häyrynen 2013, s. 20.

⁷⁷ Huovinen 2004, s. 5.

⁷⁸ Lauriala 2008, s. 388.

⁷⁹ Häyrynen 2013, s. 20.

⁸⁰ Annola 2005, s. 62–63.

liikkuvaan informaatioon. Hinnan perusteet tulisi olla läpinäkyvät ja tätä varten tarvitaan sääntelyä siitä, mitä informaatiota rahoitusmarkkinoilla tulisi olla. Liikkeeseenlaskijan antama informaatio ei voi perustua yksinään sen omiin intresseihin, sillä näin informaatiolla todennäköisesti yritettäisiin vaikuttaa vain positiivisesti arvopaperin hinnan muodostumiseen.⁸¹ Jotta kaikki olennainen informaatio sijoituskohteesta olisi kaikkien sijoittajien käytössä ja sijoittajat voisivat luottaa tähän informaatioon, on liikkeeseenlaskijoille asetettu kattavasti tiedonantovelvoitteita.

Arvopaperimarkkinalaissa sijoittajansuojaa toteutetaan lisäämällä luottamusta puolueettomiin arvopaperimarkkinoihin⁸². Puolueettomuus markkinoilla tarkoittaa sitä, että kaikilla sijoittajilla on yhtenäinen mahdollisuus saada liikkeeseenlaskijoita koskevaa informaatiota, jolla on vaikutusta arvopaperin hintaan⁸³. Tehokkailla arvopaperimarkkinoilla sijoittajan on voitava luottaa saavansa kaikki sellainen tieto, joka voisi vaikuttaa arvopaperin hinnan muodostumiseen. Tieto arvopaperin hintaan vaikuttavista tekijöistä vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoon, jolloin lainsäädännöllä on turvattava sijoittajan mahdollisuus tiedonsaantiin. Sijoittajien tulisi olla yhdenvertaisia ja tasapuolisia tiedon vastaanottajan asemassa, joka edellyttää markkinoiden puolueettomuutta. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteena onkin varmistaa myös sijoittajien yhdenvertaisuus.⁸⁴

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta voidaan siis arvioida informaatiotehokkuuden perusteella. Arvopaperimarkkinoiden toimivuus on täysin riippuvaista informaatiosta, jonka vuoksi informaation laatu vaikuttaa olennaisesti markkinoiden tehokkuuteen. Mikäli informaatio olisi täydellistä eikä siinä esiinny vääristymiä, markkinat toimisivat tehokkaasti ja pääomat ohjautuvat yhteiskunnan kannalta kannattaviin kohteisiin. Tämä ei käytännössä ole realistinen tilanne, mutta sen tavoittelun voidaan nähdä ohjaavan jossain määrin lainsäädäntöä. Markkinoiden informaatiotehokkuuden parantaminen vaatii

⁸¹ Huovinen 2004, s. 4–5.

⁸² Huovinen 2004, s. 6.

⁸³ Lauriala 2008, s. 388.

⁸⁴ Huovinen 2004, s. 6.

lainsäädäntöä.⁸⁵ Kun sijoittajat luottavat markkinoiden toimintaan ja uskaltavat tehdä sijoituspäätöksiä sieltä saatavan informaation pohjalta, voidaan arvopaperimarkkinoiden katsoa toimivan tehokkaasti. Toisaalta taas, jos luottamus menetetään, sijoituksia ei välttämättä uskalleta tehdä, jolloin markkinoiden tehokkuus horjuu.⁸⁶

2.3 Informaatio sääntelyn tavoitteet

Informaatio sääntelyllä pyritään tarjoamaan kaikille markkinatoimijoille yhtäaikaaisesti riittävä ja oikea tieto liittyen arvopaperiin tai liikkeeseenlaskijaan, jolloin arvopaperin arvo määrittyy oikein perustein. Näiden tietojen perusteella sijoittaja muodostaa arviot arvopaperin hinnasta. Huovinen (2004, s. 7) esittää tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä olevan viisi erilaista tavoitetta. Tavoitteet liittyvät sijoittajan suojeluun, tietojen hankkimiskustannuksien alentamiseen, riittävien ja oikeiden tietojen tarjoamiseen, virheellisten tietojen leviämisen estämiseen ja markkinoiden tehostamiseen.⁸⁷ Kaikissa näissä tavoitteissa on nähtävissä sijoittajan näkökulma.

Suojelutavoitteella tiedonantovelvollisuuden sääntely pyrkii suojelemaan tiedollisesti heikommassa asemassa olevaa sijoittajaa ja tasapainottamaan informaation jakautumista markkinoilla. Tiedonannon suojelutavoitteella varmistetaan, ettei tiedonanto tapahdu mielivaltaisesti ja vain tiedonantajan intressien mukaisesti. Suojelutavoite kohdistuu erityisesti tiedon saatavuuteen. Tiedon saatavuus on puolestaan riippuvainen sen ajoituksesta.⁸⁸ Julkistamisvelvollisuuden kriteerit täyttävä tieto on julkistettava ilman aiheettomia viivytyksiä. Vaikka epävarmaa tietoa ei tarvitse julkaista, tulisi liikkeeseenlaskijan julkaista tietoa myös tällaisista seikoista niin pian kuin mahdollista. Julkistamisen ajankohtaan liittyviin kysymyksiin on pyritty vastaamaan tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä. Väärään ajankohtaan julkaistu tieto haittaa tiedonantovelvollisuuden

⁸⁵ Lauriala 2008, s. 389–390.

⁸⁶ Hoppu 2004, s. 97.

⁸⁷ Huovinen 2004, s. 7.

⁸⁸ Huovinen 2004, s. 7.

suojelutavoitetta, kun sijoittajalla ei ole käytettävissään tietoa siinä hetkessä, kun se tarvitsee sitä päätöksenteossaan. Sijoittajan tiedollisesti heikompi asema korostuu tällaisessa tilanteessa. Sijoittajan on nimittäin todennäköisesti hyvin vaikea näyttää toteen, että liikkeeseenlaskija on ollut tietoinen julkistamisvelvollisuudesta jo ennen kuin tieto on tosiasiaa julkaistu.⁸⁹

Tietojen hankkimiskustannusten alentamisen tavoitteella, tiedonantovelvollisuuden voidaan nähdä pyrkivän puolestaan vähentämään sijoittajalle kohdistuvaa selvitystaakkaa. Kun yrityksiä velvoitetaan raportoimaan tiettyjä tietoja liiketoiminnastaan, sijoittajan ei tarvitse etsiä tätä tietoa itse. Pakollisilla tiedonantovelvoitteilla voidaankin velvoittaa yrityksiä raportoimaan tiettyä tietoa tietyssä muodossa, jolloin sijoittajan omien resurssien käytön tarve tiedon hankkimiselle pienenee.⁹⁰ Myös tällä tavoitteella voidaan ajatella olevan tarkoituksena heikommassa asemassa olevan sijoittajan suojaaminen. Yksityissijoittaja on todennäköisesti taloudellisesti heikommassa asemassa tiedon hankkimiselle, joten informaatiota tulisi saada siitä lähteestä, missä sen hankkimiselle on paremmat edellytykset.

Riittävien ja oikeiden tietojen tavoitteella tiedonantovelvollisuuteen kohdistuva sääntely tarjoaa sijoittajille nimensä mukaisesti riittävät ja oikeat tiedot sijoituskohteesta. Ilman riittäviä ja oikeita tietoja sijoittaja todennäköisesti tekisi väärinä johtopäätöksiä sijoituskohteesta. Sijoittajalle on turvattava mahdollisuus tehdä päätöksiä omien intressiensä pohjalta. Sijoittaja voi päätöksenteossaan huomioida omat intressinsä vain, jos hänellä on riittävästi oikeaa informaatiota käytettävissään. Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuksilla säännellään myös kattavasti tiedon sisältövaatimuksia ja julkistamistapaa.⁹¹ Kun sijoittaja pystyy huomioimaan omat intressinsä päätöksenteossaan, vahvistaa tämä sijoittajan tiedollista asemaa markkinoilla.

⁸⁹ Korva 2004, s. 438.

⁹⁰ Huovinen 2004, s. 7.

⁹¹ Huovinen 2004, s. 7–8.

Tiedonantovelvollisuuteen liittyvällä sääntelyllä pyritään myös estämään virheellisen tiedon leviäminen. Tämä liittyy vahvasti sijoittajan luottamuksen säilyttämiseen, joka on edellytyksenä tehokkaille markkinoille. Sijoittajan on luotettava siihen tietoon, jonka perusteella se tekee sijoituspäätöksen.⁹² Mikäli tieto on virheellistä, sijoittajalla ei ole käytettävissään oikeita perusteluja sijoituspäätöksensä tueksi, mikä heikentää sijoittajan asemaa⁹³. Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteena on pyrkiä vähentämään virheellisen tiedon leviämistä markkinoilla.

Isossa kuvassa tiedonantovelvoitteiden tavoitteena on siis se, että markkinoilla olisi tarpeeksi luotettavaa ja vertailukelpoista tietoa tarjolla sijoittajille, jotka tekevät päätöksiä perustuen saamaansa informaatioon. Kun sijoittaja pystyy tekemään rationaalisen, luotettavaan tietoon perustuvan sijoituspäätöksen, ohjautuu myös sijoitetut varat kaikista tuottavimpaan liiketoimintaan. Tällöin myös liikkeeseenlaskijoiden välinen kilpailu markkinoilla tehostuu, kun liikkeeseenlaskijat kilpailevat sijoittajien rahoituksesta. Tällöin myös Huovisen tavoite markkinoiden tehostamiselle toteutuu⁹⁴. Tiedonantovelvollisuudella on myös merkittävä vaikutus sijoittajien yhdenvertaisuuden toteutumiseen, joka on osa sijoittajansuojan periaatetta. Sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä samoihin tietoihin perustuen, eikä kukaan saa markkinoilla etuoikeutettua asemaa tiedonsaajana. Yhdenvertaisuus, luottamus ja tasapuolisuus, mitä tiedonantovelvoitteilla tavoitellaan, lisää sijoittajien halukkuutta sijoittaa ja samalla se kasvattaa yhtiöiden mahdollisuuksia pääoman hankintaan.⁹⁵

2.4 Informaatioon liittyvät riskit

Arvopaperimarkkinoiden informaatio sääntelyllä pyritään siihen, että sijoittajilla olisi käytettävissään kaikki tarvitsemansa informaatio perustellun sijoituspäätöksen tueksi. Tällä

⁹² Huovinen 2004, s. 8.

⁹³ Korva 2004, s. 438.

⁹⁴ Ks. Huovinen 2004, s. 8: Markkinoiden tehostamistavoite.

⁹⁵ Norros 2021, s. 101–102.

varmistetaan arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta, joka edellyttää sijoittajien luottamusta.⁹⁶ Sijoittajien luottamuksen säilyminen ei kuitenkaan edellytä täydellistä informaatiotasapainoa sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan välillä. Tämän vuoksi myöskään informaatioon kohdistuvalla sääntelyllä ei nähdä olevan täydellisen informaatiotasapainon tavoittelu. Tällä tarkoitetaan sitä, ettei ole realistista ajatella, että yhtiön ja sijoittajan välillä vallitsisi koskaan täydellistä tiedon tasapainoa.⁹⁷ Tasapuolisesti kaikkien saataville jakautuva informaatio ei toteudu todellisilla markkinoilla⁹⁸. Arvopaperimarkkinoilla olevaa informaation epätasapainoa kutsutaan asymmetriseksi informaatioksi⁹⁹. Sopimusoikeudellisessa mielessä asymmetrisellä informaatiolla tarkoitetaan sitä, että osapuolilla on päätöstä tehdessään käytettävissä epätasaisesti jakautunutta informaatiota. Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että toisella osapuolella on paremmat tiedot päätökseen vaikuttavista tekijöistä. Tämän seurauksena myös päätöksen taustalla vaikuttavat asiat eli päätöksenteon perusteet poikkeavat toisistaan. Useinkaan osapuolilla ei ole käytettävissään täysin identtistä informaatiota, vaikka tähän sääntelyllä ja sopimusneuvotteluilla pyritään. Osapuolten välinen informaatio usein poikkeaa laadullisesti jossain määrin. Informaation epätasapaino lisää aina jossain määrin epävarmuutta päätöksentekotilanteisiin.¹⁰⁰

Asymmetrisen informaation esiintyminen on tyypillistä arvopaperimarkkinoilla.¹⁰¹ Informaatioepätasapainoa tarkasteltaessa on kiinnitettävä huomiota arvopaperikaupan luonteeseen. Ehkä keskeisin eroavaisuus arvopaperikaupan luonteessa, on nähtävissä siinä, tapahtuuko arvopaperikauppa suorakauppana vai pörssikauppana. Suorakauppa muistuttaa enemmän perinteistä kauppasopimusta, jota on helpompi verrata perinteiseen sopimusoikeudelliseen suhteeseen. Suorakauppa on esimerkiksi asunto-osakeyhtiön osakekauppa, jossa kaupan osapuolet ovat siis kummankin tiedossa. Osapuolien roolit asunnon kaupassa ovat käytännössä normaalit ostajan ja myyjän roolit, joiden oikeudet

⁹⁶ Korva 2004, s. 432.

⁹⁷ Annola 2005, s. 61.

⁹⁸ Korva 2004, s. 434.

⁹⁹ Ks. Annola 2005: Informaatio, sisäpiiri, markkinat.

¹⁰⁰ Korva 2004, s. 434.

¹⁰¹ Ks. esim. Korva 2004, s. 434; Annola 2005, s. 30.

ja velvollisuudet ovat sopimusoikeudellisten periaatteiden pohjalta määriteltävissä. Kuitenkin yleisempi arvopaperimarkkinoilla tapahtuva kauppa tapahtuu ns. pörssikauppana, jossa sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan välillä toimii arvopaperinvälittäjä. Pörssikaupassa ei voida yksilöidä myyjiä ja ostajia sen kollektiivisen luonteen vuoksi. Pörssikaupassa osapuolet ovatkin anonyymejä eivätkä tule missään kaupan vaiheessa tietoisiksi toisistaan. Kaupan anonyymiys ja kollektiivisuus aiheuttaa haasteita perinteisille sopimusoikeudelliselle osapuoliroolien mukaisten velvollisuuksien tarkastelulle.¹⁰² Pörssikaupassa informaatioepätasapainolta ja sen tuomilta riskeiltä ei sijoittaja voi siis pelkästään perinteistä kauppaa koskevien säännöksiä nojalla suojautua. Tämän vuoksi informaatioepätasapainoa ja sijoittajan suojaa säädellään pörssiyhtiöille asetettujen tiedonantovelvollisuuksien avulla. Arvopaperimarkkinoiden erityissääntelyllä voidaan tuoda sijoittajalle samantyyppistä suojaa, kun suorakauppaa koskevat normit tarjoavat perinteiselle sopimussuhteelle.

Voidaan siis todeta, ettei liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välille pörssikaupassa muodostu suorakaupan kaltaista oikeussuhdetta, jota suojaaisi velvoiteoikeudelliset normit. Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuksilla on pyritty suojaamaan sijoittajaa asymmetriseltä informaatiolta. Samoin kuin sopimussuhteissa, tiedonantovelvollisuus tarjoaa luottamusta osapuolten välille. Luottamus syntyy, kun sijoittaja voi luottaa liikkeeseenlaskijan täyttävän sille asetetut lakisääteiset velvoitteet. Sijoittaja voi siis luottaa, että liikkeeseenlaskija tarjoaa tiedonantovelvollisuuden mukaisesti kaikki tiedot, joilla todennäköisesti olisi huomattavaa vaikutusta rahoitusvälineiden hintoihin¹⁰³. Mikäli liikkeeseenlaskija kuitenkin rikkoo sille asetettuja tiedonantovelvoitteita, voidaan puhua informaatiohäiriöstä, joka voi aiheuttaa riskin sijoittajan rationaaliselle päätöksenteolle.¹⁰⁴

Tämän seurauksena sijoittajille on muodostunut korkeat luottamusvaatimukset yrityksen tuottamalle informaatiolle.¹⁰⁵ Luottamus perustuu siihen, että markkinoilla liikkuva

¹⁰² Annola 2005, s. 47–52.

¹⁰³ MAR 2014/596/EU artikla 7.

¹⁰⁴ Korva 2004, s. 435.

¹⁰⁵ Lauriala 2008, s. 39.

informaatio on oikeaa. Vastuu markkinoilla liikkuvasta informaatiosta ei ole yksinään liikkeeseenlaskijan. Markkinoilla oleva informaatio koostuu monista eri informaatiolähteistä. Sijoittaja todennäköisimmin perustaa päätöksensä kaikkeen siihen informaatioon, joka saatavilla on. Kaikki informaatio ei kuitenkaan ole laadullisesti yhtä hyvää. Informaation laatuun vaikuttaakin esimerkiksi se, kuinka luotettava on informaation lähde, tai onko informaation lähde edes tiedossa päätöksentekohetkellä.¹⁰⁶

Markkinahuhu on markkinoilla olevaa informaatiota, jonka totuudenmukaisuutta ei voida varmistaa. Usein näissä tapauksissa informaation lähde on epäselvä. Markkinahuhulle ominaista on, että se voi olla joko totta tai virheellistä ja tämä voi selvitä vasta päätöksenteon jälkeen.¹⁰⁷ Koska sijoittaja todennäköisesti muodostaa päätöksensä kaiken saaman informaation pohjalta, voi osa päätöksentekoon vaikuttavasta informaatiosta olla markkinahuhua, joka lopulta paljastuu epätodeksi.

Myös erilaiset tietovuodot ovat mahdollisia. Tällöin kuitenkin informaation lähde on tiedossa ja se on yhtiö. Yhtiön sisältä voi liukua informaatiota tarkoituksettomasti julkisuuteen.¹⁰⁸ Koska tietovuodoissa informaation lähde voidaan yleisesti ottaen pitää luotettavana, ei tietovuodoista automaattisesti synny sijoittajalle informaatoriskiä. Merkityksellistä on, olisiko tieto sellaisenaan julkaistu joka tapauksessa myöhemmin. Tiedonantovelvollisuuksien tarkoituksena on asettaa sijoittajien saataville kaikki sellainen tieto, jota sijoittaja tarvitsee rationaalisen päätöksenteon tueksi. Jos yhtiöllä ei olisi ollut velvollisuutta lainsäädännön nojalla julkaista tietovuotoa, ei silloin tätä tietoa todennäköisesti olisi edes tarkoituksenmukaista huomioida sijoituspäätöksessä. Tämän vuoksi tiedonannolle on asetettu myös rajoituksia sille, millaista tietoa yhtiö voi julkaista. Tiedonannon mahdollisuutta rajoitetaan esimerkiksi silloin, kun tiedon mukaisen tapahtuman tapahtumisen todennäköisyys on vielä epävarma¹⁰⁹. Epävarma tieto voi aiheuttaa sijoittajalle informaatoriskin, sillä se voi perustaa päätöksensä tietoon, joka ei

¹⁰⁶ Annola 2011, s. 1376.

¹⁰⁷ Annola 2011, s. 1376.

¹⁰⁸ Annola 2011, s. 1377.

¹⁰⁹ Häyrynen & Kajala 2013, s. 406.

todennäköisesti edes toteutuisi. Tämän vuoksi yhtiöllä ei ole oikeutta julkaista epävarmaa tietoa¹¹⁰.

Markkinahuhun ja tietovuodon käsitteet on hyvä erottaa, sillä niiden muodostama riski sijoittajalle poikkeaa hieman toisistaan. Annola erottelee markkinahuhun olevan joko paikkansa pitävä tietovuoto tai epätodeksi osoittautuva markkinahuu.¹¹¹ Sijoittajalle markkinahuhut voivat aiheuttavat informaatoriskin siinä tilanteessa, kun perusteeton markkinahuu antaa suhteettoman suuren painoarvon päätöksenteolle. Mitä suurempi osa sijoittajan päätöksenteon taustalla oleva informaatio perustuu markkinahuuhun, sitä suurempi riski on sille, että päätös perustuu virheelliseen informaatioon. Jotta sijoittajansuoja markkinoilla toteutuisi, tulisi sen voida perustaa valintansa oikeisiin ja riittäviin tietoihin. Oikea ja riittävä informaatio suojaa sijoittajan rationaalista päätöksentekoa. Kuitenkaan huhutkaan eivät aina aiheuta sijoittajalle informaatoriskiä. Nimittäin myös tietämättömyys voi olla rationaalista silloin, kun se on kollektiivista¹¹². Kollektiivinen tietämättömyys ohjaa arvopaperin hinnanmuodostusta siinä missä totuuskin. Tällöin huhun huomioiminen sijoituspäätöksessä voi olla sijoittajan edun mukaista.¹¹³

Tiedonantovelvollisuuksilla voidaan tarjota sijoittajalle mahdollisuus kaiken tarpeellisen informaation hankkimiseen ja sen tarkoituksenmukaiseen hyödyntämiseen¹¹⁴. Tällaisen informaation puutteellisuus voi aiheuttaa sijoittajan päätöksenteolle informaatoriskin. Toisaalta myös informaation suuri määrä voi aiheuttaa sijoittajalle riskin, sillä sijoittajan informaation prosessointikyky on rajallista¹¹⁵. Voidaan puhua informaatiotulvan aiheuttamasta riskistä. Tiedonantovelvollisuuksien sääntelyllä pyritään suojamaan sijoittajaa myös informaatiotulvalta. Tiedonantovelvollisuuksissa on asetettu informaatiolle

¹¹⁰ Vaattovaara 2015, s. 116.

¹¹¹ Annola 2011, s. 1377.

¹¹² Häyhä 1996, s. 167.

¹¹³ Korva 2004, s. 433.

¹¹⁴ Korva 2004, s. 433.

¹¹⁵ Salo 2016, s. 130.

vaatimus myös sen olennaisuudelle¹¹⁶, joka pyrkii rajaamaan sijoittajalle tarjottavan informaation ulkopuolelle sellainen informaatio, mikä on sijoittajalle epäolennaista.

Jotta voidaan tutkia tiedonantovelvollisuuden potentiaalia sijoittajansuojan toteuttamisessa, on arvioitava tiedonantovelvollisuuksien vaikutuksia sijoittajan päätöksentekoon. Sijoittajan rationaaliselle päätöksenteolle keskeisen riskin muodostaa informaation epätasapaino. Arvopaperimarkkinoilla sijoittaja on heikommassa asemassa tiedonhaltijaan nähden. Informaatio jakautuu siis markkinoilla epätasaisesti ja näin paremman tiedon omaava taho voi hyötyä informaatioylivoimastaan. Tämä tilanne on synnyttänyt perustan tiedonantösäätelylle, jolla informaation epätasapainoa voidaan kontrolloida.¹¹⁷ Tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä pyritäänkin määrittelemään sellainen tilanne, jossa informaatioedun hyödyntäminen ei ole sallittua. Tilanteen tunnistaminen vaatii ymmärrystä siitä, mitä vaatimuksia informaatiolle on asetettu, jotta se voisi synnyttää epäoikeutetun informaatioedun. Tämän ymmärtäminen puolestaan vaatii tiedonantovelvollisuuden lainsäädännön systematisointia. Lainsäädännön systematisoinnin avulla voidaan selvittää, millainen informaatioetu voidaan nähdä olevan riskinä sijoittajansuojan toteutumiselle.¹¹⁸

Sijoittajansuojan toteutumista markkinoilla edistetään asettamalla tiedonantovelvollisuuksia pörssiyrityksille. Sijoittajalle syntyy markkinoilla toimiessaan tarve tietynlaiselle tiedolle. Se, millaiselle tiedolle sijoittajalla on katsottu olevan tarvetta, on johdettavissa tiedonantovelvollisuussäätelyn sisällön systematisoinnilla. Tiedonantovelvollisuuksien voidaankin nähdä toteuttavan sijoittajan tiedonsaantioikeutta, joka samalla toteuttaa sijoittajan suojaa markkinoilla.¹¹⁹ Toisin sanoen tiedonantovelvollisuudet selventävät sen, millaiseen informaatioon sijoittajalla on oikeus.

¹¹⁶ AML 4 §:ssä liikkeeseenlaskijalle asetetaan vaatimus pitämään sijoittajan saatavilla riittävät tiedot sei-koista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

¹¹⁷ Salo 2016, s. 130–131.

¹¹⁸ Ks. Annola 2005: 28–30 Informaatioedun hyväksikäytöstä.

¹¹⁹ Vaattovaara 2015: 40.

3 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus

Tiedonantovelvollisuutta voidaan pitää informaatioepätasapainon kontrolloijana ja informaatiotehokkuuden edistämisen työkaluna. Informaatiotehokkuuden edellytyksenä on tarjota mahdollisuus sen käyttäjille käsitellä ja hyödyntää informaatiota heidän etujensa mukaisesti.¹²⁰ Liikkeeseenlaskijoille asetetuilla tiedonantovelvoitteilla pyritään varmistamaan markkinoiden tehokas toiminta¹²¹. Kun tiedon merkitystä arvioidaan arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta, arvioidaan sen vaikutuksia arvopaperin arvoon¹²². Lainsäädäntö asettaa liikkeeseenlaskijoille useita erilaisia tiedonantovelvoitteita, joilla suojataan sijoittajan perustellun päätöksen tekemistä. Liikkeeseenlaskijan tulee huolehtia siitä, että markkinoilla toimivat sijoittajat saavat riittävää, oikeaa ja ajantasaista tietoa sijoituspäätöksiensä tueksi. Sijoituspäätöksen tueksi tulee antaa riittävä ja oikea kuva liikkeeseenlaskijan taloudellisesta tilanteesta sekä tulevaisuuden näkymistä. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on myös asettaa sijoittajat keskenään yhdenvertaiseen asemaan tiedon suhteen. Yhdenvertaisuuden periaate näkyy arvopaperimarkkinoilla siten, että kaikilla sijoittajilla tulisi olla yhdenvertaiset mahdollisuudet saada ja ymmärtää sijoitustietoa kohteeseen liittyen.¹²³

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus on lainsäädännöllä asetettu hyvin kattavaksi. Liikkeeseenlaskijan tulee julkaista kattavasti tietoa erilaisista päätöksistä, taloudellisista luvuista, järjestelyistä, viranomaispäätöksistä sekä myös erilaisista vaikeuksista liiketoiminnassaan.¹²⁴ Yhtiöiden kattava tiedonantovelvollisuus sisältää etenkin toteutuneet tapahtumat. Sijoittajien intresseissä on kuitenkin myös yhtiön tuleva tulos ja siihen vaikuttavat tekijät, sillä sijoituksen tuotto kertyy tulevaisuudessa. Tämä lisää myös yhtiön intressejä julkistaa tietoja tulevaisuudennäkymiin liittyen, vaikka laajaa velvollisuutta tähän yhtiöllä ei ole.¹²⁵ Liikkeeseenlaskijoiden tulisikin lähtökohtaisesti pyrkiä

¹²⁰ Annola 2005, s. 29; Lauriala 2008, s. 389–390.

¹²¹ Korva 2004, s. 433.

¹²² AML 2012/746: 4 §.

¹²³ Häyrynen & Kajala 2013, s. 159.

¹²⁴ Korva 2004, s. 436.

¹²⁵ Vaattovaara 2015, s. 11–12, 24.

mahdollisimman avoimeen tiedon jakamiseen¹²⁶. Liikkeeseenlaskijan avoimuus vaikuttaa myös sijoittajien luottamukseen ja tätä kautta myös liikkeeseenlaskijan etuihin.

3.1 Tiedon vaatimukset

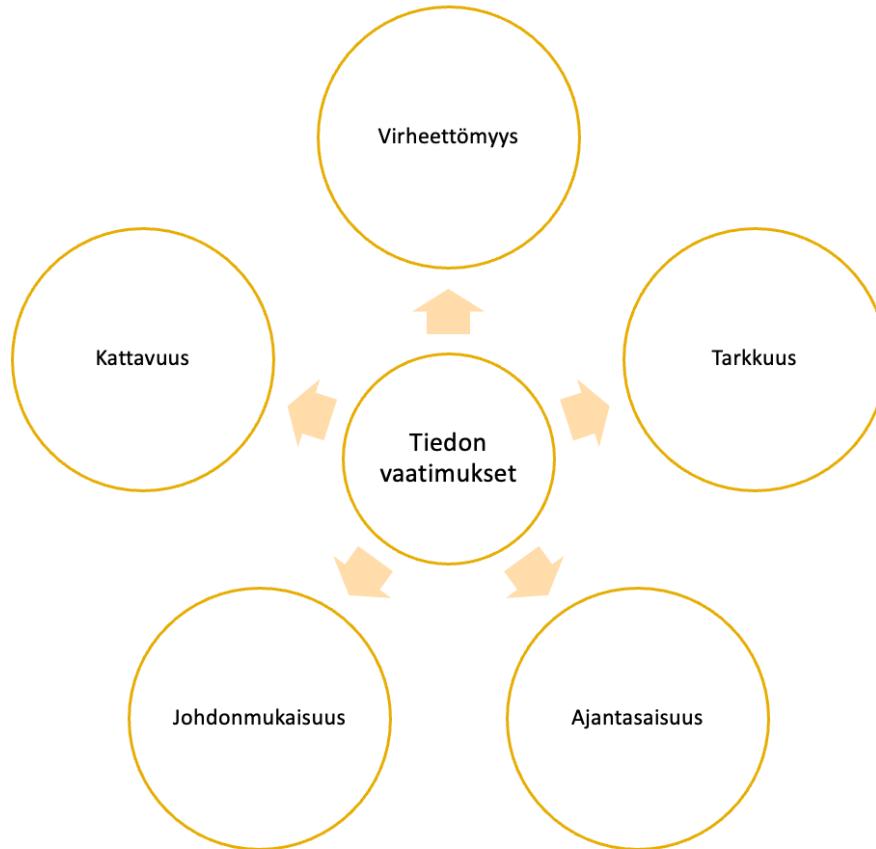
Informaatio sääntelyn taustalla on erilaiset tiedolle asetetut vaatimukset. Tiedon vaatimukset kertovat, millaista tietoa markkinoilla tavoitellaan olevan. Annola (2005, s.59) luokittelee informaatioon kohdistuvan sääntelyn tavoitteet neljään elementtiin: laatuun, määrään, leviämiseen sekä tasapainoon. Nämä voidaan ajatella olevan erilaisia tiedolle asetettuja vaatimuksia. Liikkeeseenlaskija on merkittävässä asemassa informaation levittämisessä. Liikkeeseenlaskija julkaisee informaatiota tiedonantovelvollisuuden perusteella, jolloin informaatio välittyy markkinoilla toimiville osapuolille. Tämän johdosta etenkin liikkeeseenlaskijalle asetetuilla tiedonantovelvollisuuksilla on merkittävä vaikutus informaation määrän säätelyssä. Informaation määrään kohdistuvan sääntelyn voidaan nähdä täyttävän tiedonantovelvollisuuksien tavoitteen riittävästä tiedosta. Kun informaatiota julkaistaan sääntelyn mukaisesti, markkinoilla olevan informaation määrän voidaan ajatella olevan riittävä, jotta sijoittajat pystyvät tekemään perusteltuja päätöksiä.¹²⁷

Tiedonantovelvollisuuksilla kontrolloidaan informaation laatua. Sääntely pyrkii määrittelemään sen, millainen tieto on sijoittajan kannalta laadukasta. Sääntelyssä tiedolle asetetuilla vaatimuksilla pyritään varmistamaan markkinoilla olevan tiedon laatu. Laadun käsitteelle on yleisesti olemassa useita eri määritelmiä. Esimerkiksi Tilastokeskus on pyrkinyt hahmottamaan tiedon laatuun liittyviä tekijöitä ”tiedon laatukehikon” avulla, Samankaltaiset laatukriteerit on myös nähtävissä arvopaperimarkkinaoikeuden asettamissa tiedon vaatimuksissa. Tilastokeskus on asettanut laatukriteerit tiedonkäyttäjän näkökulmasta, ja suhteuttaa tiedon laadun siihen, miten tieto kuvastaa todenmukaisuutta.

¹²⁶ Korva 2004, s. 436–437.

¹²⁷ Annola 2005, s. 59–60.

Tilastokeskuksen laatukriteerien mukaan tiedon todellisuutta kuvaa viisi kriteeriä: virheettömyys, tarkkuus, kattavuus, ajantasaisuus ja johdonmukaisuus.¹²⁸



Kuvio 1. Tiedon vaatimukset (mukaillen Tilastokeskuksen n.d. kuvaa).

Tutkimuksessa haluttiin havainnollistaa informaation laatua näiden kriteerien avulla¹²⁹, sillä niiden avulla voidaan systematisoida arvopaperimarkkinoiden sääntelyn asettamia vaatimuksia tiedolle. Ensinäkin AML asettaa vaatimukset tiedon *virheettömyydelle* eli oikeellisuudelle. Tämä näkyy kiellossa ilmaista totuudenvastaista tietoa. Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan asian selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla¹³⁰. Toisin sanoen tiedon laadulle on asetettu vaatimus sen virheettömyydestä. Lisäksi informaatiolle on sääntelyssä asetettu *tarkkuusvaatimus*. Tiedolta edellytetään

¹²⁸ Ks. Tilastokeskus n.d.: Miten tieto kuvaa todellisuutta?

¹²⁹ Ks. Kuvio 1.

¹³⁰ HE 32/2012 vp, s.98.

täsmällisyyttä siten, että tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta¹³¹. Tiedon kattavuutta puolestaan edellytetään, kun liikkeeseenlaskijalle on asetettu velvollisuus antaa riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon¹³². Tämän säännöksen toteutuessa tiedon voidaan katsoa olevan tarpeeksi *kattavaa*, jotta se voi riittävästi tukea sijoittajan päätöksentekoa. Tiedon *ajantasaisuutta* puolestaan edellytetään asettamalla liikkeeseenlaskijalle velvollisuus siitä, että sijoittajalla on riittävät, oikeat ja ajantasaiset tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi¹³³. Tiedonantovelvollisuus velvoittaa siis liikkeeseenlaskijaa päivittämään jatkuvasti tietoa siten, että se olisi sijoittajan päätöksenteon hetkellä riittävää ja oikeaa. AML 4 § edellyttää myös tiedon *johdonmukaista* julkaisemista. Sijoitusviestinnässä yhtiön tulee noudattaa johdonmukaisesti valitsemaansa tiedotuskäytäntöä eli informaatiota tulee tuottaa johdonmukaisesti¹³⁴.

Seuraavaksi tarkastellaan tarkemmin, miten nämä tiedon vaatimukset on asetettu lainsäädännössä liikkeeseenlaskijalle. Vaikka liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudella on keskeinen merkitys informaation tarjoamisessa, ei se kuitenkaan ole ainoa toimija informaation välittäjänä. On hyvä huomioida, että informaatiota syntyy markkinoille myös muiden toimijoiden puolesta, joita ovat esimerkiksi kaupankäynnin järjestäjät¹³⁵ sekä arvopaperinvälittäjät. Arvopaperinvälittäjien tiedonantovelvollisuus poikkeaa liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta siinä, että heillä on kattavampi vastuu tiedonannon välittämisestä sijoittajalle eikä pelkästään tiedon saataville toimittaminen ole riittävää. Arvopaperinvälittäjälle on asetettu lainsäädännössä velvollisuus saattaa arvopaperiin liittyvä informaatio myös sijoittajan tiedoksi. Kaikilla arvopaperimarkkinoilla toimiville asetetuilla velvollisuuksilla pyritään toteuttamaan tiedon vaatimukset sen laadusta, määrästä, leviämisestä ja tasapainosta. Kuitenkin kaiken sijoittajien päätöksentekoon

¹³¹ EU N:o 596/2014, MAR: artikla 7 kohta 2.

¹³² AML (2012/746) 4 §.

¹³³ Häyrynen & Kajala 2013, s. 159.

¹³⁴ Annola 2001, s. 38.

¹³⁵ Kaupankäynnin järjestämisestä rahoitusvälineillä säädetään erillisessä laissa: laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (2017/1070). Soveltamisala sisältää arvopaperien lisäksi muilla rahoitusvälineillä käytävää kauppaa ja sisältää säännökset koskien kaupankäyntiin liittyvien tietojen julkistamisesta.

vaikuttavan informaation lähtökohtana voidaan pitää liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus mahdollistaa riittävän informaation olemassaolon. Riittävä tiedonanto toteutetaan tiedonantovelvollisuuden lainsäädännössä säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden avulla.¹³⁶

3.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Tiedonantovelvollisuus yksinkertaisuudessaan velvoittaa liikkeeseenlaskijaa antamaan tietoa sijoittajalle. Liikkeeseenlaskijoilla on sekä jatkuva että säännöllinen tiedonantovelvollisuus. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on antaa pohja ja perusteet kaikelle sille informaatiolle, jota markkinoilla alun perin tavoitellaan olevan. Keskeisimmän säännöllinen tiedonantovelvollisuus eroaa jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta siinä, että tiedonannolle on asetettu tietyt määräjat sekä se, ettei säännöllinen tiedonantovelvollisuus sisällä harkintamahdollisuutta. Säännöllisellä tiedonannolla luodaan arvopapereiden hinnoittelulle perusta.¹³⁷ Jatkuvalla tiedonannolla korjataan ja täydennetään säännöllisen tiedonantovelvollisuuden mukaista informaatiota, jotta se olisi ajantasaista.

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus velvoittaa yhtiötä julkaisemaan tilinpäätöksen, toimintakertomuksen ja puolivuosisikatsauksen.¹³⁸ Arvopaperimarkkinalain lisäksi säännöllistä tiedonantovelvollisuutta säännellään kirjanpitolaissa sekä osakeyhtiölaissa. Lainsäädäntö sisältää paljon yksityiskohtaista sääntelyä liittyen säännölliseen tiedonantovelvoitukseen. Lainsäädäntö sisältää sääntelyä liittyen tiedon julkistamiseen ja sen ajankohtaan sekä asettaa tiedolle sisällöllisiä vaatimuksia. Liikkeeseenlaskijan täytyy esimerkiksi julkistaa tilinpäätös ja toimintakertomus kolme viikkoa ennen varsinaista yhtiökokousta, jossa tilinpäätös käsitellään ja viimeistään neljän kuukauden sisällä tilikauden päättymisestä. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamiselle on lisäksi komission tekninen sääntelystandardi, jonka mukaisesti julkistus on toteutettava. Sisällön on annettava

¹³⁶ Annola 2005, s. 60.

¹³⁷ Annola 2004, s. 36.

¹³⁸ Norros & Kisanlahti 2021, s. 101.

riittävä ja oikea kuva liikkeeseenlaskijasta ja sen taloudellisesta tilanteesta. Arvopaperi-markkinalainsäädäntö sisältää myös vastaavaa sääntelyä puolivuositiedonannoksen sisällöstä ja julkistamisesta. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus on siis pitkälti yksityiskohtaisesti ja tarkasti säädetty lailla.¹³⁹

Tiedolle asetetut vaatimukset ovat myös säännöllisen tiedonannon lähtökohta. Vaatimukset ovat nähtävissä esimerkiksi kirjanpitolaissa. Liikkeeseenlaskijan on säännöllisessä tiedonannossa annettava riittävät ja oikeat tiedot. Kirjanpitolain 2 §:ssä veloitetaan, että ”tilinpäätöksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta olennaisuusperiaatteen mukaisesti”. Olennaisuusperiaate asettaa vaatimukset tiedon olennaisuudelle säännöllisessä tiedonannossa. Tieto on olennaista silloin, kun sen pois jättäminen tai väärin ilmoittaminen voidaan kohtuullisesti odottaa vaikuttavan päätöksiin, joita tiedon käyttäjät tekevät tilinpäätöksen perusteella.¹⁴⁰ Lisäksi kirjanpitolain 3 §:n yleisiin tilinpäätösperiaatteisiin sisältyy johdonmukaisuusvaatimus, kun liikkeeseenlaskijan on sovellettava säännöllisessä tiedonannossa johdonmukaisesti laatimisperiaatteita ja -menetelmiä tilikaudesta toiseen.

Säännöllisessä tiedonantovelvollisuudessa on myös ajantasaisuuden vaatimus. Erona jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen on määräajan asettaminen. Säännöllisessä tiedonannossa ajantasaisuusvaatimuksen tarkastelulle asetetaan jokin katkaisuhetki¹⁴¹. Tilinpäätöksessä ja toimintakertomuksessa olevien tietojen tulee olla ajantasaiset raportin laatimisen katkaisuhetkellä. Tilinpäätös ja toimintakertomus laaditaan tilikauden aikana tapahtuneista tiedoista, joten informaatio tarjoaa käyttäjälle kuvan siitä, mikä liikkeeseenlaskijan tila on ollut kyseisen tilikauden aikana.

Lisäksi säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella pyritään parantamaan informaation vertailukelpoisuutta. Yhtenäiset tarkoin määritellyt tiedonannon kriteerit lisäävät erityisesti

¹³⁹ AML 746/2012.

¹⁴⁰ KPL 1336/1997.

¹⁴¹ Huovinen 2004, s. 194.

erilaisten sijoituskohteiden vertailukelpoisuutta. Liikkeeseenlaskijat julkaisevat säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla erilaisia taloudellisia katsauksia¹⁴², joiden muotovaatimukset on pyritty yhtenäistämään. Säännöllisen tiedonannon pohjalta sijoittaja pystyy tekemään vertailua yhtiöiden välillä, joka helpottaa päätöksentekoa.

Vaikka sekä säännöllisellä että jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella on keskeinen rooli sijoittajan informaation riittävyyden ja laadun varmistamisessa, on jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella vielä keskeisempi tehtävä sijoittajansuojan ylläpitämisen kannalta. Jatkuva tiedonantovelvollisuus asettaa yhtiöille eräänlaisen velvoitteen sijoittajan tiedollisesti heikomman aseman parantamiselle huolehtimalla siitä, että sijoittajalle merkityksellinen informaatio on saatavilla sijoituspäätöksenteon hetkellä¹⁴³. Jatkuva tiedonantovelvollisuus velvoittaakin yhtiöitä huomioimaan myös sijoittajien intressit. Tämän vuoksi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden voidaan nähdä asettavan yhtiölle myös jossain määrin lojaliteettivelvollisuuden sijoittajia kohtaan, jolla on keskeinen merkitys sijoittajan suojan kannalta¹⁴⁴. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus luo kuitenkin perustan kaikelle sille informaatiolle, joka arvopaperin hinnanmuodostumiseen vaikuttaa¹⁴⁵. Ilman säännöllistä tiedonantovelvollisuuden asettamia raameja tiedonannolle ja tiedon vaatimuksille, ei olisi pohjaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden toteuttamiselle.

3.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Jatkuvalla tiedonannolla toteutetaan AML 4 §:n asettamaa velvollisuutta pitää riittävät tiedot saatavilla. Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön tulee päivittää tietoja sen mukaan, kun sijoittajien kannalta olennaisia muutoksia tulee aiempaan tietoon nähden. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden pääasiallisena tarkoituksena on, että yhtiö korjaisi tiedon oikeellisuutta aina nykytilanteen mukaiseksi. Tarkoituksena on, että sijoittajilla on pitkälti

¹⁴² AML 746/2012 luku 7 1 §.

¹⁴³ Ks. kpl 4.1. heikomman suojasta

¹⁴⁴ Ks. kpl 4.1. lojaliteettivelvollisuudesta

¹⁴⁵ Annola 2004, s. 36.

samanaikainen mahdollisuus tietoon kuin yhtiöllä. Koska arvopapereihin vaikuttava informaatio voi muuttua milloin tahansa on tärkeää, että yhtiö jakaa tietoa myös säännöllisten velvoitteiden ulkopuolella. Markkinoiden tapahtumat ja vaikutukset eivät aina ole ennustettavissa, joten yhtiöiden tulevaisuudennäkymiin liittyvät odotukset voivat muuttua hyvinkin radikaalisti. Tällöin aiemmin julkistettu tieto ei välttämättä enää pidä paikkaansa.¹⁴⁶ Liikkeeseenlaskijalle on asetettu velvollisuus siihen, että sijoittajalla on päätöksenteon hetkellä riittävät, oikeat ja ajanmukaiset tiedot¹⁴⁷. Tämä siis käytännössä edellyttää jatkuvaa tiedonantoa, jotta markkinoilla oleva informaatio on ajantasaista.

AML:n luvun 6 jatkuva tiedonantovelvollisuus pohjautuu Euroopan parlamentin ja neuvoston 16. huhtikuuta vuonna 2014 antamaan markkinoiden väärinkäyttöasetukseen. Asetuksen tavoitteena on yhdenmukaistaa ja vahvistaa sääntelyä liittyen markkinoiden väärinkäyttöön. Tavoitteena on myös parantaa markkinoilla toimivien osapuolten oikeusvarmuutta. Väärinkäyttöasetus koskee sisäpiirikauppoja, sisäpiiritietoa, markkinoiden manipulointia ja väärinkäyttöä sekä muita markkinoiden väärinkäyttöön liittyviä erityistapauksia. Liikkeeseen laskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus perustuu käytännössä suoraan väärinkäyttöasetukseen ja muodostuu siten sisäpiirisäätelyn pohjalta. Väärinkäyttöasetuksen lisäksi annettiin direktiivi¹⁴⁸ koskien markkinoiden väärinkäyttöön liittyviä rikosoikeudellisia seuraamuksia.¹⁴⁹

MAR:n luvun 2 artiklan 7 kohdan 1 a kohta määrittelee sisäpiiritiedoksi sellaisen liikkeeseenlaskijaan kohdistuvan julkistamattoman tiedon, joka on luonteeltaan täsmällistä ja jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen arvoon. Väärinkäyttöasetuksen keskeisenä sisältönä on sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ja sisäpiiritiedon ilmaisu- ja käyttökielto. Merkittävin muutos Suomen lainsäädännössä oli, että asetuksen voimaantullessa sisäpiiritiedon kaksiosaisen täyttymisen malli vaihtui yksiosaisen täyttymisen malliin. Tällä tarkoitetaan, että asetuksen myötä sisäpiiritiedon

¹⁴⁶ Annola 2004, s. 36–37.

¹⁴⁷ Häyrynen & Kajala 2013, s. 159.

¹⁴⁸ MAD II (2014/57/EU)

¹⁴⁹ HE 65/2016.

tiedonantovelvollisuus sekä sen ilmaisu- ja käyttökielto syntyvät samanaikaisesti. Aieman mallin mukaan tiedonantovelvollisuus muodostui vasta myöhemmin. Tiedonantovelvollisuuden täyttymisen ajankohta siis aikaistui asetuksen myötä.¹⁵⁰

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen artikla 17, joka sääntelee jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, velvoittaa liikkeeseenlaskijaa ilmoittamaan sisäpiiritieto yleisölle niin pian kuin mahdollista. Asetuksessa todetaan, että sisäpiiritieto on julkistettava, jotta voidaan varmistaa, ettei sijoittajia johdeta harhaan. Kuitenkin myös tiedonhaltijan etua on suojattava, joten väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan 4 kohdan 3 alakohta määrittelee, millä edellytyksillä tiedon julkistamista voi lykätä. Sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä, mikäli liikkeeseenlaskijalla on jokin oikeutettu etu tiedonannon lykkäämiselle. Esimerkiksi sisäpiirikauppoja koskevat neuvottelut, joiden lopputulemaan tiedon julkistamisella voisi olla vaikutusta, voi muodostaa liikkeeseenlaskijalle oikeutetun edun tietojen julkistamisen lykkäämiselle. Myös esimerkiksi erilaiset päätös- tai sopimustilanteet, jotka vaativat vielä vahvistusta tai hyväksyntää joltain toiselta taholta voi tuottaa liikkeeseenlaskijalle oikeuden lykätä tiedon julkistamista.¹⁵¹

Vaikka MAR pyrkii sisäpiirisääntelyn avulla määrittelemään tarkemmin sen, miten jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta tulisi toteuttaa, sisältyy siihen kuitenkin huomattavasti enemmän tulkinnanvaraisuutta kuin yksityiskohtaisesti määritelty säännöllinen tiedonantovelvollisuus¹⁵². Tämän vuoksi Helsingin pörssin säännöissä pyritään täsmentämään jatkuvan tiedonantovelvollisuuden määritelmää. Pörssin säännöissä annetaan myös joi-
tain esimerkkejä mitä sisäpiiritiedolla esimerkiksi voidaan tarkoittaa. Sisäpiiritietoa voi olla esimerkiksi liikkeeseenlaskijan investointipäätös, liiketoiminnan kauppa tai jokin tutkimustulos. Sisäpiiritietoa ei saa ilmaista laittomasti.¹⁵³

¹⁵⁰ Sedbom 2017, s. 838.

¹⁵¹ MAR 2014/596/EU kohta (50).

¹⁵² Norros & Kisanlahti 2021, s. 135.

¹⁵³ Helsingin Pörssin ohjeet 2021, s. 42–44.

Liikkeeseenlaskijoilla on julkistamisvelvollisuus sisäpiiritiedolle. Julkistamisvelvollisuus syntyy sillä samalla hetkellä, kun sisäpiiritiedon käyttökielto aktivoituu. Tämä tarkoittaa siis sitä, että siinä vaiheessa, kun sisäpiiritietoa ei lain nojalla saisi käyttää hyväkseen, tulisi tieto myös julkaista muiden käytölle. Laki sisältää tähän sääntöön kuitenkin poikkeuksen, joka on sisäpiiritietojen lykkäämisen edellytykset.¹⁵⁴ Sisäpiiritieto on julkaistava, ellei se täytä tiedonannon lykkäämisen edellytyksiä. Kaikkien lykkäämisen edellytykset on täytyttävä, jotta liikkeeseenlaskijalla olisi oikeus olla julkaisematta sisäpiiritietoa. Yhtenä edellytyksenä on, että sisäpiiritiedon julkistaminen vaarantaisi todennäköisesti liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut. Toinen edellytys on, että lykkääminen ei johtaisi ainaakaan todennäköisesti yleisöä harhaan. Lisäksi liikkeeseenlaskijan tulee voida taata, että sisäpiiritieto säilyy luottamuksellisena.¹⁵⁵ Vaikka Markkinoiden väärinkäyttöasetuksella pyritäänkin turvaamaan sijoittajien luottamus ja oikeusturva tiedonsaajana, sisältää sisäpiirisääntely kuitenkin harkintavaltaa, joilla voi olla vaikutuksia sijoittajansuojan toteutumiselle.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tehtävänä on ilmaista sellainen tieto, jolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus arvopaperin arvoon. Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden yhtenä tavoitteena on sijoittajan luottamuksen suojaaminen tarjoamalla yhdenvertaista kohtelua ja suojaamalla sijoittajaa sisäpiiritiedon väärinkäytöltä.¹⁵⁶ Sisäpiirisääntelyn tavoitteena on siis varmistaa, että liikkeeseenlaskija ilmoittaa kaiken sellaisen tiedon viivytyksettä, jolla olisi olennaisesti vaikutusta arvopaperin arvoon. Sisäpiiritiedon määritelmä tulee ymmärtää, jotta voidaan tulkita liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Sisäpiiritiedolle on asetettu erilaisia vaatimuksia, joiden tulee täytyä, jotta tieto luokitellaan sisäpiiritiedoksi. Tiedon siis tulee olla täsmällistä ja olennaista. Näiden lisäksi tiedon tulee myös olla julkistamatonta.¹⁵⁷ Tällä tarkoitetaan, että tieto ei ole voinut olla markkinoilla saatavissa eikä sitä siis ole muutoin vielä julkaistu. Sisäpiiritieto ei siis voi olla sellaista informaatiota, jota sijoittaja pystyisi jo käyttämään

¹⁵⁴ Turtiainen 2022, s. 795.

¹⁵⁵ Finanssivalvonta 2021.

¹⁵⁶ Turtiainen 2022, s. 794–795.

¹⁵⁷ MAR 2014/596/EU luku 2 artikla 7.

päätöksenteossaan. Se, miten tieto on tullut markkinoiden saataville, ei ole ratkaisevaa sisäpiiritiedon julkistamattomuuden määrittelylle.¹⁵⁸

Tämän lisäksi väärinkäyttöasetuksen artikla 7 sisältää sisäpiiritiedolle on vaatimuksen sen liitännäisyydestä. Tällä tarkoitetaan sitä, että tieto on liityttävä suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja jolla julkistettuaan olisi todennäköisesti huomattavaa vaikutusta hintoihin.¹⁵⁹ Tällä vaatimuksella pyritään siihen, että liikkeeseenlaskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus käsittäisi vain niin kutsutun liikkeeseenlaskijatiedon. Liikkeeseenlaskijatiedolla tarkoitetaan sellaista informaatiota, joka suoraan liittyy liikkeeseenlaskijaan ja on myös lähtöisin liikkeeseenlaskijalta. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, ettei liikkeeseenlaskijalla ole velvollisuutta reagoida muihin markkinoilla toimiviin liittyvään informaatioon.¹⁶⁰

Sekä tiedon täsmällisyys että olennaisuus liittyvät informaation laatuun. Sijoittajilla on informaation suhteen korkeat laatuvaatimukset, jotta sijoittajan tiedollisesti heikompi asema parantuisi. Olennaisuusvaatimus edellyttää tiedolta sen olennaisuutta, jota on arvioitu sijoittajan näkökulmasta. Tiedon olennaisuus määritellään väärinkäyttöasetuksen mukaan sellaiseksi tiedoksi, jolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan¹⁶¹. Tiedon katsotaan siis olevan olennaista silloin, kun järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi todennäköisesti tietoa sijoituspäätöksenteon perustana. Järkeväksi sijoittajaksi katsotaan sijoittaja, joka pyrkii käyttämään päätöksenteon tukena sellaista informaatiota, jolla todennäköisesti olisi vaikutusta sijoituskohteen hintaan.¹⁶² Tiedon olennaisuusvaatimuksella voidaan kuitenkin jo tämän perusteella todeta olevan vaikutusta sijoittajan oikeusturvan toteutumiselle. Sijoittaja voi tehdä perusteltuja päätöksiä, jos sijoittajan käytettävissä on olennaista tietoa sijoituskohteesta. Näin tiedon

¹⁵⁸ Sedbom 2017, s. 840–844.

¹⁵⁹ MAR 2014/596/EU luku 2 artikla 7.

¹⁶⁰ Sedbom 2017, s. 843.

¹⁶¹ MAR 2014/596/EU luku 2 artikla 7 kohta 1.

¹⁶² MAR 2014/596/EU kohta (14).

olennaisuusvaatimuksella voidaan suojata sijoittajaa sellaiselta tiedolta, joka ei ole sijoituspäätöksen kannalta olennaista tai sillä olisi vain vähäistä merkitystä päätöksenteossa¹⁶³.

Väärinkäyttöasetuksen artikla 7 sisältää sisäpiiritiedolle vaatimuksen, jonka mukaan sen tulee katsoa olevan luonteeltaan täsmällistä¹⁶⁴. Täsmällisyysvaatimuksen avulla voidaan rajata julkistamisvelvollisuuden ulkopuolelle kaikki sellainen ei-täsmällinen tieto, joka on liian epävarmaa ja jolloin tiedon perusteella ei voitaisi tehdä riittävää päättelyä siitä, mitä vaikutuksia tiedolla todennäköisesti olisi. Jotta tieto olisi täsmällistä, sen tulisi siis olla konkreettista, totuusperäistä eikä se saisi sisältää liikaa epävarmuutta. Täsmällisyysvaatimuksen täyttyminen voi tapahtua ajallisesti kahdella tavalla. Tieto voi perustua joko aiemmin toteutuneeseen tai tulevaan tapahtumaan. Tulevaisuuteen liittyviin tapahtumiin liittyy kuitenkin aina epävarmuutta. Täsmällisyysvaatimuksen täyttymistä arvioitaessa täytyykin arvioida myös tiedon toetutumisen todennäköisyyttä. Täsmällisyysvaatimukselle on siis vielä erikseen riittävän todennäköisyyden vaatimus, jota tulee aina arvioida tapauskohtaisesti. Täsmällisyysvaatimus sisältää lisäksi riittävän tarkkuuden vaatimuksen, joka rajaa ulos epämääräisen ja yleisluontoisen tiedon.¹⁶⁵

Täsmällisyyttä ja tiedon olennaisuutta voidaan tarkastella Korkeimman oikeuden ratkaisun KKO: 2013:53 kannalta. Kyseessä oli arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisriko, kun yhtiö ei ollut ajallaan ilmoittanut sellaista tietoa, jolla olisi voitu katsoa olevan olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon. Toimitusjohtaja oli siis tiennyt, että yhtiön osakekohtainen tulos tulee jäämään alhaisemmaksi, kuin mitä pörssitiedotteessa oli kerrottu. Tapauksessa oli arvioitava ensinäkin tiedon olennaisuutta eli olisiko järkevä sijoittaja todennäköisesti huomionnut tiedon sijoituspäätöksessään. Jos katsotaan, että tieto täytti olennaisuusvaatimuksen, olisi seuraavaksi tarkasteltava täsmällisyysvaatimusta. Tämä sen vuoksi, että tieto oli käytännössä ennuste, joten tietoa ei välttämättä olisi voitu antaa

¹⁶³ Sedbom 2017, s. 851.

¹⁶⁴ MAR 2014/596/EU 2014 luku 2 artikla 7.

¹⁶⁵ Sedbom 2017, s. 844–849.

riittävän täsmällisenä, joka vaikuttaa tiedonantovelvollisuuden laukeamiseen. Tapauksessa tiedon katsottiin täyttävän molemmat tiedon vaatimukset, jolloin aisa olisi tullut ilman aiheetonta viivytystä tiedottaa sijoittajille.

Jatkuva tiedonantovelvollisuus on keskeinen keino vähentää informaation asymmetrian aiheuttamia epäoikeudenmukaisia vaikutuksia sijoittajalle. Sisäpiiritieto lähtökohtaisesti asettaa osapuolet epätasapuoliseen asemaan ja aiheuttaa siksi merkittävän osan arvopaperimarkkinoilla olevasta asymmetrisen informaation tilanteista. Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudella osapuolten välistä informaatioepätasapainoa pyritään tasoittamaan, jotta sääntelyn tavoitteet informaation oikeellisuudesta, saatavuudesta sekä sijoittajien luottamuksesta säilyisi.¹⁶⁶ Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tehtävänä voidaan nähdä olevan markkinoiden tiedollisen tasapainon säätely. Sen tavoitteena ei ole täydellinen tasapaino, mutta sääntelyn tavoitteena on tasapainon kontrollointi. Se, millaista tasapainoa jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tavoitellaan, pohjautuu lopulta sijoittajien luottamuksen säilyttämisen tavoitteeseen. Tavoiteltava markkinoiden tasapaino tukee sijoittajan luottamusta markkinoiden toimintaan.¹⁶⁷

Yhtiön ja markkinoiden välistä informaation asymmetriaa voidaan myös vähentää yhtiön tulevaisuudennäkymiin liittyvien ennusteiden avulla. Tuloinformaatioon kohdistuva sääntely asettaa tiedolle vaatimukset erityisesti sen luotettavuudesta ja tapahtumisen todennäköisyydestä. Yhtiön tulee tulevaisuudennäkymien osalta kyetä arvioimaan niiden riittävä luotettavuus, jotta yhtiö voisi tiedon julkaista¹⁶⁸. Mikäli aiemman ennusteen jälkeen tapahtuu sellaisia muutoksia, joilla on olennainen merkitys sijoittajalle, on näistä informoitava AML 4 §:n asettaman velvoitteen perusteella. Yhtiöllä on velvoite pitää riittävät tiedon sijoittajien saatavilla. Mikäli muutos aiheuttaa sen, ettei sijoittajalla enää ole riittäviä tietoja olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavista tekijöistä, on tietoa oikais-tava.¹⁶⁹

¹⁶⁶ Korva 2004, s. 434.

¹⁶⁷ Annola 2005, s. 61.

¹⁶⁸ Vaattovaara 2015, s. 115–116.

¹⁶⁹ Vaattovaara 2015, s. 12.

Arvopaperin arvoon vaikuttava informaatio perustuu erilaisiin ennusteisiin. Kuitenkin markkinoiden ennustettavuuden vaikeuden vuoksi ennuste osoittautua myöhemmin jopa virheelliseksi. Tällöin yhtiöllä on velvollisuus oikaista ennuste nykytilannetta vastaavaksi antamalla tulosvaroitus.¹⁷⁰ Tulosvaroitus on eräänlainen erityistiedoksianto, jonka yhtiön on annettava, kun sen tulosnäkyvä on olennaisesti muuttunut aiemman säännöllisen tai jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella annettuun informaatioon nähden. Tulosvaroituksen julkistamisperusteet edellyttää, että tieto on olennaisesti muuttanut vallitsevaa käsitystä arvopaperin arvoon vaikuttavista tekijöistä.¹⁷¹

Tulosinformaation julkistamisessa yhtiön tulee arvioida ennakoidun ja toteutuneen kehityksen muutoksen olennaisuutta. Olennaisuutta arvioidaan arvopaperin arvoon liittyvien vaikutusten perusteella. Olennaisuuteen vaikuttaa myös yhtiön yleinen tiedotusstrategia, jonka tulisi olla mahdollisimman johdonmukaista. Eli mikäli vastaava tietoa on aiemmin pidetty olennaisena, tulisi se myös nyt tiedotuksen johdonmukaisuuden perusteella julkaista. Olennaisuutta tulee arvioida samoin perustein, kun sisäpiiritietoa. Keskeistä on siis arvioida olennaisuutta markkinoiden ja sijoittajien näkökulmasta.¹⁷²

3.4 Muu informaatio sääntely

Arvopaperimarkkinalainsäädännössä liikkeeseenlaskijalta edellytetään informaation julkistamista tiedonantovelvollisuuden nojalla. Lainsäädäntö siis asettaa informaation julkistamiselle vähimmäisvaatimukset. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin julkistaa tietoa enemmän ja kattavammin kuin mitä lainsäädäntö edellyttää.¹⁷³ Markkinoilla olevat informaatiovirrat eivät sen vuoksi perustu pelkästään lakisääteiseen velvoitteeseen, vaan yhtiöllä on liikkumavaraa informaation tarjoamisen suhteen. Mikäli tätä liikkumavaraa

¹⁷⁰ Annola 2004, s. 37.

¹⁷¹ Ruoho 2014, s. 120.

¹⁷² Vaattovaara 2015, s. 148–149.

¹⁷³ Annola 2011, s. 1379.

hyödynnetään ja informaatiota tarjotaan velvollisuuksien ulkopuolella, keskeinen sijoittajaa suojaava lainsäädäntö perustuu arvopapereiden markkinointia koskevaan sääntelyyn.¹⁷⁴

Yrityksille olennainen väline lähtökohtaisesti kaikenlaisen informaation tarjoamiselle on mainonta. Mainonta antaa yhtiöille mahdollisuuksia tarjota informaatiota tuotteistaan. Mainonnalla on myös olennainen rooli kilpailun tehostamisessa ja tätä myötä hintojen määräytymisessä. Mainonta hyödyttää myös sijoittajaa sijoitustuotteiden välisessä vertailussa ja valinnassa. Sijoitustuotteiden mainonnan avulla sijoittaja voi saada kokonaisvaltaisemman kuvan tuotteesta ja pystyä näin paremmin sijoittamaan varojaan omien tarpeidensa mukaisesti. Yritykselle mainonta on myynnin kannalta keskeinen ja välttämätön keino. Mainonnalla ohjataan kulutuskäyttäytymistä markkinoilla. Sijoitustuotteiden mainonnalla on sekä tiedottamisen että vaikuttamisen luonne. Tiedottamisella voidaan lisätä tai ohjata sijoittamista ja toisaalta sillä voidaan vaikuttaa sijoittajan arvoihin ja asenteisiin.¹⁷⁵

Mainonnan lähtökohtaisena tavoitteena on lisätä palveluiden tai tuotteiden myyntiä. Lähtökohta ajaa kuitenkin enimmäkseen yritysten intressejä. Tämä johtuu siitä, että mainonnalla tuotteen tiedottamisessa informaatio esitetään niin, että hyödykkeestä muodostuisi kohdeyleisölle mahdollisimman positiivinen mielikuva ja joka lopulta johtaisi myös ostopäätökseen.¹⁷⁶ Arvopaperimarkkinoilla sijoittajansuojan takaamiseksi tiedottamisen lähtökohtana ei voi olla vain yrityksen intressit ja menekin edistäminen. Informaation on oltava oikeaa ja rehellistä eikä sillä saa johtaa sijoittajaa harhaan. Tämä edellyttää sitä, että myös negatiiviset asiat tuodaan sijoittajaviestinnässä ilmi. Arvopaperimarkkinoilla markkinointia ja sijoittajaviestintää koskeva lainsäädäntö sisältyykin AML 2§¹⁷⁷ ja 3 §:ään¹⁷⁸.

¹⁷⁴ Annola 2004, s. 37.

¹⁷⁵ Hoppu 2004, s. 67–68.

¹⁷⁶ Hoppu 2004, s. 68.

¹⁷⁷ AML 2 §: ”Arvopaperimarkkinoilla ei saa menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti”

¹⁷⁸ AML 3 §: ”Arvopapereiden ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täytettäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa

Arvopapereiden markkinoinnissa ei siis edellytä tietojen saatavilla pidon vaatimuksen toteuttamista, joka sisältyy AML 4 §:ään. Kuitenkin kahta muuta arvopaperimarkkinaoikeudellista lähtökohtaa sovelletaan myös arvopapereiden markkinointiin. Näiden mukaan arvopapereiden markkinoinnissa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai menetellä hyvän markkinatavan vastaisesti. Nämä periaatteet koskevat kaikkia markkinoilla toimivia luonnollisia ja oikeushenkilöitä käsittäen siis liikkeeseenlaskijan lisäksi myös esimerkiksi jälkimarkkinoilla tapahtuvan arvopaperikaupan osapuolet sekä sijoituspalvelun tarjoajat. Sääntelyä sovelletaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden markkinointiin. Arvopapereiden markkinointiin lukeutuu kaikki sellainen informaatio, jonka tarkoituksena on edistää arvopapereiden myyntiä.¹⁷⁹ Arvopapereiden markkinoinnilla ei siis tarkoiteta pelkästään liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksiin lukeutuvaa tiedonantoa, vaan kaikkea yleisölle tarkoitettua mainontaa. Tämä voi tapahtua usean eri viestintäkanavan kautta. Arvopapereiden markkinointiin voi siis lukeutua esimerkiksi erilainen suoramainonta tai puhelinmainonta.¹⁸⁰

Tiedon harhaanjohtavuuden ja totuudenvastaisuuden kieltö liittyy olennaisesti arvopapereiden kaikkeen markkinointiin ja tämän vuoksi siitä puhutaan markkinointisäännöksenä. Markkinointina pidetään kaikkea sellaista toimintaa ja informaatiota, jonka tavoitteena on edistää arvopaperin liikkeeseen laskemista tai vaihdantaa.¹⁸¹ Markkinointisäännöksellä suojataan sijoittajaa markkinoinnissa annettua väärää informaatiota vastaan. Sen lisäksi, ettei arvopapereiden markkinoinnissa saa antaa väärää tietoa, ei siinä saa aiheuttaa myöskään sijoittajalle virheellistä käsitystä sijoituskohteesta. Näiden kahden erona on, että virheellisen käsityksen antamisessa tieto voi itsessään olla totuudenmukaista, mutta se esimerkiksi esitetään tai muotoillaan niin, että sen tarkoituksena on

totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.”

¹⁷⁹ HE 32/2012 vp, s.95.

¹⁸⁰ Sillanpää 2007, s. 324.

¹⁸¹ Häyrynen & Kajala 2013, s. 54.

vääristää sijoittajan muodostamaa kuvaa sijoituskohteesta ja näin harhaanjohtaa sijoittajaa.¹⁸²

Koska mainonnan tarkoituksena on usein positiivisen ja vaihdantaa edistävän mielikuvan luominen, on markkinointisäännöksellä keskeinen tehtävä sijoittajan suojaamisessa. Markkinoinnin harhaanjohtavuutta tarkastellaan siis aina sen kohderyhmän näkökulmasta, eli sijoittajan näkökulmasta.¹⁸³ Harhaanjohtavan markkinoinnin kieltä suojaa tavallista yksityissijoittajaa, sillä suurelle yleisölle kohdistetussa markkinoinnissa on otettava huomioon myös ei-ammattimainen kohdeyleisö. Markkinoinnin yleisen luonteen vuoksi totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta voi herkemmin esiintyä. Markkinoinnin lähtökohtana on menekin edistäminen, joten luonnollisesti negatiivisten asioiden, kuten erilaisten riskien tai ongelmien esiintuominen, ei perinteisesti kuulu markkinointiin. Kuitenkin koska arvopaperien markkinointiin pätee totuusvaatimus sekä harhaanjohtavuuden kieltä ei menekkiä edistävä markkinointi ole sallittua, jos se johtaa sijoittajia harhaan. Harhaanjohtamista puolestaan voidaan määritellä sen mukaan, vaikuttiko harhaanjohtavana pidettävä tieto sijoittajan päätöksentekoon.¹⁸⁴

Keskeisin liikkeeseenlaskijan markkinoinnin väline ensimarkkinoilla on julkaistu esite¹⁸⁵. Esitteen julkaisua koskeva lainsäädäntö sisältyy arvopaperimarkkinalain lukuun 3. Julkisen kaupankäynnin kohteeksi laskettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijan on julkaistava arvopapereita koskeva esite. Vaatimukset esitteelle ja sen julkaisemiselle sisältyvät esiteasetukseen. Esiteasetuksen artiklan 6 mukaan liikkeeseenlaskijan on tarjottava sijoittajalle kaikki tarpeellinen tieto, jotta sijoittaja voi tehdä perustellun arvion liikkeeseenlaskijasta. Esitteestä on käytävä ilmi tiedot muun muassa liikkeeseenlaskijan varoista ja veloista, voitoista ja tappioista, taloudellisesta asemasta ja tulevaisuuden näkymistä. Lisäksi asetus vaatii, että tiedot esitetään sellaisessa ymmärrettävässä ja ytimekkäässä muodossa, joka on helposti analysoitavissa. Artikla 7 edellyttää että, esite sisältää

¹⁸² Sillanpää 2007, s. 324.

¹⁸³ Sillanpää 2007, s. 324.

¹⁸⁴ Häyrynen & Kajala 2013, s. 53–58.

¹⁸⁵ Sillanpää 2007, s. 325.

tiivistelmän, jonka on tarkoitus toimia etenkin sijoittajan päätöksentekoa helpottavana työkaluna. Esiteasetuksessa todetaan myös, ettei esitteessä saisi olla epäoleellisia tietoja.¹⁸⁶

Esitteelle asetetut päävaatimukset ovat siis hyvin pitkälti samat kuin kaikessa liikkeenlaskijan tiedonannossa. Esitevelvollisuus suojaa etenkin ensimarkkinoilla toimivaa sijoittajaa. Euroopan komissio toteaaakin esiteasetuksessa, että esitteet vaativat sääntelykehysten, jonka avulla voidaan taata korkeatasoinen sijoittajansuoja. Sijoittajansuoja toteutuu esitevelvollisuuden myötä, kun sääntelyllä varmistetaan tietojen tarjoaminen niin, että sijoittaja voi niiden pohjalta tehdä perustellun sijoituspäätöksen ja luottaa esitteen tarjoamaan informaatioon. Euroopan neuvosto toteaa myös, että esitteen säätäminen unionin tasolla olisi sijoittajien yhdenvertaisuuden kannalta olennaista. Myös se, ettei esite saa sisältää epäolennaisia tietoja, edistää esitteen selkeyttä, joka suojaa sijoittajaa epäolennaiselta tiedolta. Euroopan neuvoston asetuksen mukaan epäolennaiset tiedot voisivat aiheuttaa sen, että sijoittajan kannalta merkittävämmät tiedot jäisivät epäolennaisien tietojen varjoon ja tällä olisi sijoittajansuojaa heikentävä vaikutus.¹⁸⁷ Esitteen sisältövaatimuksissa on siis nähtävissä hyvin samankaltaiset tiedon vaatimukset, kuin muuta tiedonannon sääntelyä tulkittaessa.

Lisäksi kaikki sellainen markkinointi, joka muodostaa yleisölle kokonaiskuvan sijoituskohdeesta, on markkinointisäännöksen alaista toimintaa. Tähän lukeutuu kaikki mainonta, näkyvyys ja julkisuus kaikissa yhtiön tiedotusvälineissä.¹⁸⁸ Sijoittajansuojalla suojataan sijoittajaa harhaanjohtavaa markkinointia vastaan. Sijoittajansuojan onnistuessa sijoitukseen liittyvä riski kohdistuisi pääosin sijoittajan tuotto-odotusten arvioimiseen, joka on tietoista riskinottoa. Mikäli sijoittajan päätöksentekoon vaikuttava informaatio on virheellistä, riski on tällöin tiedostamaton ja seuraukset myös yleensä huomattavasti vakavammat. Arvopaperien markkinoinnilla voidaan vaikuttaa siihen, kuinka riskillisenä

¹⁸⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129.

¹⁸⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129.

¹⁸⁸ Sillanpää 2007, s. 325–326.

sijoittaja pitää sijoituskohdetta. Jos sijoittajan saama kuva harhaanjohtavan markkinoinnin seurauksena sisältää vähemmän riskiä kuin mitä todellisten tietojen valossa, on markkinointia pidettävä harhaanjohtavana.¹⁸⁹

Lainsäädännössä tiedolle asetetut vaatimukset heijastavat lähtökohtaisesti kaikkea informaatio sääntelyä. Informaatio sääntelyllä pyritäänkin varmistamaan informaation laatu, jotta sen käyttäjillä on mahdollisuus hyödyntää sitä perusteltuja valintoja tehdessään. Arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä on ensisijaisesti vaikutusta sijoittajien päätöksenteolle. Tämän vuoksi, jotta voidaan arvioida sääntelyn tavoitteita ja vaikutuksia yleisesti, on niitä tarkasteltava sijoittajan päätöksenteon näkökulmasta¹⁹⁰.

3.5 Suoja markkinahuhulta

Liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus suojaa sijoitusinformaatiota. Tämä informaatio muodostuu yhtiöntiedosta, jonka informaationlähde on tiedossa. Sijoittaja saa kuitenkin informaatiota monista eri lähteistä, joka mahdollistaa samanaikaisesti myös markkinahuhut. Markkinahuhun kohdalla sijoittaja ei ole tietoinen onko informaationlähde yhtiö vai perustuuko tieto johonkin muuhun markkinoilla liikkuvaan tietoon. Mikäli informaation lähde on yhtiö, puhutaan ennemmin tietovuodosta, jonka julkaisuvastuu perustuu jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Tietovuoto on julkaistava, jos se on jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piirissä.¹⁹¹ Jotta voidaan tarkastella tiedonantajan velvollisuutta markkinahuhun tilanteissa, on siis erotettava markkinahuu ja tietovuoto¹⁹².

Markkinahuhun kohdalla yhtiöllä ei ole velvollisuutta ottaa kantaa huhun todenperäisyyteen. Siinä, missä tietovuoto kuuluu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin, markkinahuhut eivät. Lainsäädännön asettamat vähimmäisvaatimukset eivät siis velvoita

¹⁸⁹ Sillanpää 2007, s. 326.

¹⁹⁰ Salo 2016, s. 130–131.

¹⁹¹ Annola 2011, s. 1392.

¹⁹² Ks. kpl 2.4. Informaatioon liittyvät riskit.

yhtiötä reagoimaan markkinahuuhun. Koska yhtiöllä on mahdollisuus tarjota informaatiota kattavammin kuin vähimmäisvaatimukset edellyttävät, voi yhtiö kuitenkin halutesaan kommentoida markkinahuua. Tämän johdosta yhtiölle muodostuu siis oikaisumahdollisuus ei -velvollisuus. Jos markkinahuu alkaa ohjata arvopaperin hinnanmuodostumista, voi yhtiölle muodostua intressi oikaista tietoja ainakin siltä osin, kun tieto on selvästi virheellistä tai totuus olennaista. Myös sijoittajat odottavat yhtiöltä johdonmukaista tiedottamista arvopaperin hinnanmuodostukseen liittyen, jolloin myös sijoittajien odotukset voivat perustella yhtiön oikaisumahdollisuuden täyttämistä.¹⁹³

Vaikka informaatioon liittyvää sääntelyä on paljon ja sen todenperäisyyttä ja lähdettä pyritään säätelemään, ei informaatiota voida käytännössä koskaan hallita täydellisesti. Informaatiota muodostuu monesta eri lähteistä, monien tekijöiden summana ja hyvin erilaisissa ympäristöissä. Tämän vuoksi informaation liikehdintää on lainsäädännöllä mahdotonta täysin kontrolloida. Koska markkinahuhut eivät ole aina tiedonantovelvollisesta riippuvaisia, ei pelkästään liikkeeseenlaskijalle asetetut tiedonantovelvollisuudet turvaa sijoittajaa markkinahuuilta.¹⁹⁴

Sijoitusinformaation suojaamisessa sääntelyn kannalta olennaista olisikin, että informaationlähde olisi se, johon merkittävin osa tiedonantovelvollisuuden sääntelystäkin kohdistuu. Tällöin informaatiotason kontrollointia voidaan tehokkaimmin sääntelyn avulla toteuttaa.¹⁹⁵ Vaikka lainsäädäntö ei aseta suoraan liikkeeseenlaskijalle velvollisuutta reagoida markkinahuuhuihin, tulisi olennaisen tiedon olla sijoittajan käytössä sijoituspäätöksenteon hetkellä. Markkinahuu on todennäköisesti olennaista sijoittajalle siinä vaiheessa, kun se vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen. Näin ollen yhtiön etujen kannalta voi olla kannattavaa oikaista markkinahuu. Myös vaikka lain kirjain ei yhtiötä velvoittaisi markkinahuhun julkaisemiseen, voi sijoittajien luottamuksen säilyttäminen muodostaa yhtiölle intressin julkaista informaatiota myös sijoittajien etuja

¹⁹³ Annola 2011, s. 1378–1381.

¹⁹⁴ Annola 2011, s. 1378.

¹⁹⁵ Annola 2011, s. 1377.

ajatellen. Myös mikäli yhtiö on aiemmin reagoanut samankaltaisiin markkinahuhuihin, voi tiedotuksen johdonmukaisuus muodostaa odotuksia yhtiön tiedonantoa kohtaan, jolloin sijoittajat voivat perustellusti odottaa markkinahuuhun reagoimista.¹⁹⁶ Näin ollen tiedonantovelvollisuuksien asettamilla tavoitteilla tiedotuksen johdonmukaisuudesta ja avoimuudesta voidaan suojata sijoittajaa ja sijoitusinformaation oikeellisuutta.

¹⁹⁶ Annola 2011, s. 1380

4 Sääntelyn merkitys sijoittajalle

Lauriala (2008, s.386) toteaa, että informoitu sijoittaja on suojattu sijoittaja. Sijoittajaa voidaan suojata markkinoilla suojaamalla sijoittajan tiedonsaantioikeutta¹⁹⁷. Sijoitusinformaatio on sijoittajalle hyödyke, jonka hyödyntämismahdollisuudet pyritään sääntelyn avulla turvaamaan. Sijoitusinformaation turvaaminen tapahtuu tiedonantovelvollisuuksilla. Tiedonantovelvollisuudet suojaavat informaation määrää, laatua, leviämistä ja taseapainoa¹⁹⁸. Tiedonantovelvollisuuksien tehokkuutta voidaan arvioida sen perusteella, kuinka hyvin ne turvaavat sijoittajan mahdollisuutta saada informaatiota sijoituskohteesta. Sääntelyllä pyritään siis turvaamaan sijoittajalle olennaisten tietojen hyödyntämismahdollisuus. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudella ei taata sitä, miten sijoittaja onnistuu hyödyntämään saatavilla olevaa informaatiota¹⁹⁹.

Käytännössä myös arvopaperimarkkinoilla sijoittajaa suojaa irtaimen kauppaa koskeva yleislainsäädäntö, kuten oikeustoimilakiin tai kauppalakiin sisältyvä normisto. Arvopaperikauppojen erityisen luonteen vuoksi sääntelyä on kuitenkin pitkälti toteutettu erityissääntelyllä, joka syrjäyttää yleislainsäädännön. Liikkeeseenlaskijoille asetetuilla tiedonantovelvollisuuksilla voidaan saavuttaa tavoiteltu informaatiotaso ilman, että sääntelyä kohdistettaisiin yksittäiseen kauppaan tai sen osapuoliin.²⁰⁰ Arvopapereiden tehokas hinnoittelu perustuu siihen, että markkinat ovat niin laajat, ettei yksittäisellä kaupalla tulisi olla merkittävää vaikutusta arvopaperin arvoon²⁰¹. Tämän vuoksi yksittäisiin arvopaperikauppoihin kohdistuva sääntely ei myöskään riittäisi toteuttamaan arvopaperimarkkinoiden tehokasta hinnoittelua.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelylle on asetettu tavoitteita informaation tehokkuudesta, puolueettomuudesta ja oikeudenmukaisuudesta sekä markkinaluottamuksesta.

¹⁹⁷ Vaattovaara 2015, s. 40.

¹⁹⁸ Annola 2005, s. 59.

¹⁹⁹ Vaattovaara 2015, s. 28–29.

²⁰⁰ Annola 2005, s. 49–50.

²⁰¹ Huovinen 2004, s. 6.

Arvopaperimarkkinoiden tavoitteet tehokkuudesta toteutuvat parhaiten silloin, kun sijoittajat onnistuvat informaation hyödyntämisessä päätöksiä tehdessään.²⁰² Sijoittajien sijoituspäätökset vaikuttavat yrityksen hinnoitteluun, joka vaikuttaa puolestaan markkinoiden tehokkuuteen.²⁰³ Tämän vuoksi tehokkaasti toimivat markkinat edellyttävät, että sijoittajat luottavat markkinoiden toimintaan, ja uskaltavat tehdä päätöksiä annetun informaation valossa²⁰⁴. Markkinoiden tehokkuuden varmistaminen edellyttää, että arvopaperimarkkinoiden sääntelyn välillisenä tavoitteena on sijoittajan suojaaminen. Sijoittajansuojaa voidaan pitää keinona markkinaluottamuksen saavuttamiseksi ja arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden varmistamiseksi.²⁰⁵

4.1 Sijoittajan oikeus tiedonsaantiin

Arvopaperimarkkinoilla yhtiölle asetetut velvollisuudet mahdollistavat sijoittajien oikeudet²⁰⁶. Tiedonantovelvollisuuksilla informaatiota pyritään hallitsemaan niin, että sijoittajien tiedonsaantioikeus olisi turvattu. Liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuksilla voidaan hallita erityisesti informaation määrää. Tällä varmistetaan, ettei sijoittajan rationaalinen päätöksenteko epäonnistuisi informaation puutteellisuuden vuoksi²⁰⁷. Tämän vuoksi yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden ensisijaisena tavoitteena on minimoida puutteellisesta informaatiosta aiheutuva taloudellisen tappion riski²⁰⁸. Tavoitteena ei ole kuitenkaan informaation maksimointi, sillä informaatiotulva asettaa rajansa tiedon määrän hyödyllisyydelle²⁰⁹. Tämän vuoksi arvopaperimarkkinoilla tiedolle asetetuilla vaatimuksilla on keskeinen merkitys sijoittajalle. Ideaalitalanteessa sijoittaja voi luottaa lainsäädännön asettamien vaatimuksien tiedolle täyttyvän ja muodostaa sijoituskohteen riskiarvion näiden tietojen pohjalta. Toisin sanoen sääntelyn tavoitteena on, että sijoittajan

²⁰² Salo 2016, s. 39.

²⁰³ Salo & Oksaharju 2019, s. 419.

²⁰⁴ Annola 2005, s. 61–63.

²⁰⁵ Hoppu 2004, s. 33.

²⁰⁶ Vaattovaara 2015, s. 40.

²⁰⁷ Salo 2016, s. 130.

²⁰⁸ Vaattovaara 2015, s. 28.

²⁰⁹ Lauriala 2008, s. 396–397.

päätöksenteko kohdistuisi kohdeyhtiön taloudellisen tilanteen ja kehityksen arviointiin eikä markkinoiden luotettavuuden arvioimiseen. Sijoittajansuoja ja markkinaluottamus kulkevat siis käsi kädessä. Sijoittajansuojaan ja markkinaluottamukseen tähtäävä sääntely mahdollistaa samalla myös arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta edistäviä tavoitteita.²¹⁰

Markkinaluottamus edellyttää myös, että sijoittaja voi perustellusti odottaa markkinoiden toiminnan täyttävän hyvän arvopaperimarkkinatavan vaatimukset. Hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaiset oletukset ovat markkinoiden puolueettomuus, luottamus, tasapuolisuus ja tehokkuus.²¹¹ Tiedonantovelvollisuuksilla pyritään edistämään näitä tavoitteita. Säännöllisellä ja jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään varmistamaan sijoittajan oikeus sellaiseen tietoon, jota se tarvitsee perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Säännöllinen tiedonanto tarjoaa säännöllistä ja vertailukelpoista informaatiota sijoituspäätöksen tueksi. Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella voidaan varmistaa, että sijoittajalla on myös päätöksenteon hetkellä tuorein ja ajankohtaisin tieto sijoituskohteesta. Tiedonantovelvollisuudella voidaan suojata sijoittajaa informaation epätasapainolta²¹².

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteena onkin taata riittävän korkea sijoittajansuojan taso. Valtionvarainministeriön työryhmä on lainsäädäntöuudistuksien yhteydessä maininnut erilaisia sijoittajan suojaa vahvistavia sääntelykeinoja. Esimerkiksi sääntelyn selkeytyksellä ja ajantasaisuudella on sijoittajansuojan parantamiseen tähtäviä tavoitteita. Myös esimerkiksi virheelliseen tiedonantoon liittyvän vahingonkorvausvelvollisuuden sääntelyn kehityksellä voidaan parantaa sijoittajansuojaa lisäämällä sijoittajan oikeusturvan keinoja. Lisäksi EU-tason sijoittajansuojaa koskevilla säännöksillä on merkittävä vaikutus arvopaperimarkkinoiden rajat ylittävän ominaisuuden vuoksi.²¹³ Yleisesti

²¹⁰ Lauriala 2008, s. 396–397.

²¹¹ Häyrynen & Kajala 2013, s. 51.

²¹² Annola 2005, s. 62–63.

²¹³ Valtionvarainministeriö 2011, s. 12.

ottaen voidaan ajatella, että arvopaperimarkkinoiden tiedonantösäätelyn jatkuva kehittäminen nähdäänkin sijoittajansuojaa ja oikeusvarmuutta lisäävänä toimenpiteenä.

Arvopaperimarkkinasäätelyllä pyritään takaamaan sijoittajalle riittävät oikeusturvakeinot, joilla se voi varmistaa itselleen ja päätöksenteolleen oikeudenmukaisen toimintaympäristön. Yleisestikin tehokkailla ja oikeudenmukaisilla toimintaolosuhteilla sekä sijoittajalle että liikkeeseenlaskijalle voidaan edistää markkinoiden toimivuutta. Oikeudenmukaiset toimintaolosuhteet syntyvät markkinoiden puolueettomuudesta ja luottamuksesta. Jokaisella toimijalla tulisi olla yhtenevät mahdollisuudet päästä käsiksi liikkeeseenlaskijaa koskevaan tietoon.²¹⁴ Sijoittajilla tulee siis olla avoin pääsy markkinoille ja yhtäläinen mahdollisuus hyödyntää markkinoilla olevaa informaatiota. Puolueettomuudella tavoitellaan myös sitä, ettei kukaan olisi yksin mahdollisuutta ohjata arvopaperin kurssin kehittymistä. Puolueettomuuden tavoittelu muodostaa markkinoista oikeudenmukaisen toimintaympäristön sijoittajalle.²¹⁵

Sijoittajansuojan sääntelyn päällimmäinen tarkoitus on turvata sijoittajien luottamusta informaatioon. Tiedonantovelvollisuuksilla suojataankin informaation kohdetta, laatua ja riittävyyttä. Yhtiöt todennäköisimmin tarjoaisivat informaatiota sidosryhmilleen myös ilman velvollisuutta tähän, mutta tällöin sen riskinä olisi informaation valikoitavuus. Yhtiöt todennäköisesti julkaisisivat valikoivasti sitä informaatiota, jonka se kokee olevan itselleen eduksi. Tällainen toiminta voitaisiin nähdä sijoittajien manipulointina, jolloin sijoittajansuojalle aiheutuisi merkittävää haittaa. Sijoittajat tekisivät mahdollisesti päätöksiä perustuen vääriin tai puutteelliseen informaatioon, ja näin ollen kärsisi sen tappiollisista vaikutuksista. Tämän vuoksi sijoittajansuojan toteuttamisen tiedonantovelvollisuuden sääntelyn avulla on katsottu olevan välttämätöntä.²¹⁶

²¹⁴ Korva 2004, s. 432.

²¹⁵ Annola 2005, s. 62.

²¹⁶ Lauriala 2008, s. 396.

Tiedonantovelvollisuuksien voidaankin nähdä asettavan tiedonantajalle eräänlaisen lojaliteettivelvollisuuden sijoittajia kohtaan. Lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan ole-
tusta kahden osapuolen väliselle suhteelle siitä, että toisen osapuolen edellyttäessä lojaliteettia, toinen pyrkii sen osoittamaan. Yhtiöoikeudellisessa käsityksessä lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan johdon vastuuta edistää yhtiön etua ja osakkeenomistajien edellytystä tähän. Myös sopimussuhteissa lojaliteettivelvollisuus toimii puolin ja toisin osapuolten toiminnan taustalla. Sopimuksen osapuolet ovat velvollisia toimimaan lojalisti toista osapuolta kohtaan. Lojaliteettivelvollisuuden voidaan ajatella olevan arvopaperimarkkinaoikeudellisessa mielessä pääosin tiedonantajan vastuuna. Sijoittaja edellyttää lojaliteettia liikkeeseenlaskijan informaation oikeudellisuudelle, kun se tekee sijoituspäätöksensä tähän informaatioon luottaen. Yhtiö asettaa toiminnalleen julkisesti tavoitteita ja strategian, johon sijoittaja luottaa johdon sitoutuneen. Tiedonantajan vastuulla on jatkuvan tiedottamisen avulla kertoa tavoitteisiin tai strategiaan vaikuttavista tapahtumista. Huovinen näkeekin arvopaperimarkkinaoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden olevan merkittävästi yhteydessä jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Tiedonantajan lojaliteetti näkyy siis sijoittajan edun ajattelemisena täydennettäessä ja korjatessa informaatiota, jotta se vastaisi mahdollisimman hyvin muuttunutta tilannetta.²¹⁷ Lojaliteettivelvollisuuteen kuuluu toisen osapuolen aseman ja taloudellisen edun huomioonottaminen, joka näkyy myös tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä.

Tiedonantaja voi täyttää velvollisuutensa informaation välittäjänä toteuttamalla lain asettamat vähimmäisvaatimukset. Tämä ei kuitenkaan takaa aina lain perimmäisten tavoitteiden ja periaatteiden toteutumista. Tähän vaaditaan tiedonantajan lojaliteettivelvollisuutta silloin, kun lain kirjain ei ohjaa toimintaa. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden toteutuminen muodostaa yhtiölle lojaliteettivelvollisuuden sijoittajia kohtaan. Sijoittaessaan sijoittaja sitoutuu liikkeeseenlaskijan sille asettamiin tavoitteisiin ja luottaa lojaliteettivelvollisuuden nojalla liikkeeseenlaskijan tarjoavan luotettavaa informaatiota tavoitteiden toteutumisesta. Näin ollen lojalisti toimiva yhtiö huomioi informaation

²¹⁷ Huovinen 2004, s. 323–328.

tuottamisessa luottamuksensuojaperiaatteen, joka parantaa sijoittajien tiedollisesti epäarvoista asemaa.²¹⁸

Tiedonantovelvollisuuksilla pyritään siis suojaamaan tiedollisesti heikommassa asemassa olevaa sijoittajaa. Heikomman osapuolen suoja mielletään oikeuskirjallisuudessa etenkin sopimusoikeudellisena periaatteena. Sopimuksen osapuolista heikommassa asemassa olevaa suojataan ja esimerkiksi kuluttajasuojalainsäädännössä heikomman osapuolen suoja on pakollinen eikä sitä voi edes sopimusvapauden perusteella rikkoa. Heikomman suojaamisessa tavoitteena on tarjota heikommalle osapuolelle mahdollisuus parantaa omaa asemaansa. Heikomman suojaaminen näkyy vahvasti esimerkiksi kuluttajasuojalainsäädännössä. Tiedonantovelvollisuuksilla voidaan ajatella olevan yhteneväinen tarkoitus ja tavoite. Asettamalla liikkeeseenlaskijoille tiedonantovelvoitteita, annetaan sijoittajalle mahdollisuus parantaa omaa asemaansa tiedon vastaanottajana ja sen hyväksikäyttäjänä. Sijoittajansuojan voidaankin katsoa olevan pitkälti yhteneväinen kuluttajansuojan kanssa. Molemmissa tarjotaan suojaa heikommalle osapuolelle. Kuitenkin merkittävin ero kuluttajansuojassa ja sijoittajansuojassa on riski. Sijoittaja ottaa aina riskin sijoitusta tehdessään, kun taas kuluttajakauppaan ei usein liity ainakaan samanlaista tietoista riskinottoa.²¹⁹

Heikomman suojan ja tiedonantovelvollisuuden yhteyttä tutkittaessa tarjoaa vakuutus- sopimuslaki yhden näkökulman tarkastelulle. Vakuutus- sopimuslain tiedonantovelvoitteilla on hyvin samankaltaiset tavoitteet kuin arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvoitteilla. Vakuutuksen tarjoajan on tarjottava vakuutuksenhakijalle kaikki se tarpeellinen tieto, jota hakija tarvitsee vakuutustarpeen arvioimiselle ja oikean vakuutuksen valitsemiselle.²²⁰ Arvopaperilainsäädännöllä puolestaan huolehditaan siitä, että sijoittaja saa kaiken tarpeellisen tiedon oikean sijoituskohteen valintaa varten. Kun

²¹⁸ Huovinen 2004, s. 348.

²¹⁹ Luukkonen 2018c, s. 54–55.

²²⁰ Hemmo 2013, s. 94.

arvopapereiden kaupankäynnissä suojataan sijoittajaa, vakuutus sopimuksen solmimisessa suojataan vakuutuksenottajaa.

Tiedonantovelvollisuus vakuutus sopimustilanteessa nousee esille esimerkiksi tapauksessa KKO: 2010:25, jossa osapuolina olivat vakuutuksenantaja ja -ottaja. Tapauksessa vakuutuksenottaja ei ollut ymmärtänyt vakuutusta ottaessaan hallinnointikulujen todellisia vaikutuksia ja ilmoitti kulurakenteen olleen harhaanjohtavasti esitetty. Kyse oli siis harhaanjohtavasta tiedonannosta, jolla voitiin nähdä olevan vaikutusta vakuutuksenottajan päätöksentekoon. Tapauksessa tieto oli käytännössä ollut vakuutuksenottajan saatavilla, mutta ne oli esitetty niin puutteellisina ja harhaanjohtavina, että vakuutuksenantajan todettiin laiminlyöneen tiedonantovelvollisuuttaan. Vaikka myös vakuutuksenottajalla on aina velvollisuus tutustua riittävästi tuotteeseen ja siihen liittyvään informaatioon katsottiin tapauksessa, että kulurakenteen osalta markkinointi oli ollut niin epäselvää ja harhaanjohtavaa, että jopa asiantuntijaa olisi tämän perusteella voitu johtaa harhaan.

Ratkaisussa on nähtävissä keskeisiä yhtäläisyyksiä arvopaperimarkkinaoikeudellisen tiedonantösäätelyn kanssa. Sijoitustuotteiden markkinoinnissa on tarjottava riittävä, oikea, selkeä informaatio, jotta vastapuoli voi tehdä rationaalisen päätöksen. Markkinointi ei sen vuoksi voi olla harhaanjohtavaa niin, että olennainen tieto jää epäselväksi. Liikkeenlaskijan on pyrittävä riittävään avoimuuteen, jolloin tämän kaltaisia epäselvyyksiä ei voisi syntyä. Avoimuudella tarkoitetaan, että liikkeenlaskijan tulisi arvioida informaation tarve sijoittajan näkökulmasta ja olemaan avoin seikoista, jolla todennäköisesti olisi sijoittajalle olennainen merkitys. Sijoittajalla on siis oikeus sellaiseen tietoon, jota se voi asianmukaisesti hyödyntää rationaalisessa päätöksenteossa.²²¹

²²¹ Korva 2004, s. 436.

4.2 Informaation lähteet

Sijoittajan päätöksenteko pohjautuu moneen eri informaatiolähteeseen. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvoitteet kohdistuvat lähtökohtaisesti yhtiöntietoon. Yhtiöntieto koostuu siitä kaikesta tiedosta, joka yhtiöllä on käytettävissään liiketoimintapäätöksiä tehdessään. Yhtiön listautuessa julkisen arvopaperikaupan kohteeksi, sen velvoitteena on julkaista sijoittajille esite, jossa se kertoo sijoittajalle olennaista tietoa. Tämän jälkeen sijoittaja saa yhtiöltä sekä säännöllistä että jatkuvaa tiedonantoa. Yhtiön tarjoama informaatio on yksi informaationlähde, mutta todelliseen arvopaperin hintaan vaikuttaa myös tämän ulkopuolelta tuleva informaatio.²²²

Sijoittajan informaatiotarpeen täyttämässä keskeisessä informaatiolähteen asemassa toimii yhtiö²²³. Yhtiöntiedon tarkoituksena on täyttää rationaalisen sijoittajan informaatiotarpeet. Rationaalisen sijoittajan informaatiotarpeet muodostuvat tiedolle asetetuista vaatimuksista. Tiedolle asetettujen vaatimusten täytyessä, voidaan myös sijoittajien informaatiotarpeet katsoa tyydytetyiksi ainakin lainsäädännön puitteissa. Tiedon vaatimukset heijastavat sitä informaation tasoa, jota sijoittajat odottavat ja jota sijoittajat myös luottavat saavansa. Yhtiöille asetetuilla kattavilla tiedonantovelvollisuuksilla täytetään vaatimukset tiedon virheettömydestä, kattavuudesta, tarkkuudesta, johdonmukaisuudesta ja ajantasaisuudesta. Koska yhtiölle on asetettu korkeat laatuvaatimukset tiedolle, tulisi rationaalisen sijoittajan täyttää informaatiotarpeensa ensi sijassa yhtiöntiedolla. Tämän vuoksi yhtiöntietoa voidaan pitää sijoittajan keskeisimpänä informaatiolähteenä²²⁴.

Kuitenkin kaikkien markkinoilla olevien toiminta vaikuttaa siihen informaatioympäristöön, jossa sijoittaja joutuu toimimaan. Kaikkia informaation lähteitä ei suojata pörssi-yhtiöiden tiedonantovelvoitteilla, vaan sijoittaja saa myös näiden velvoitteiden

²²² Huovinen 2004, s. 109, 121.

²²³ Vaattovaara 2015, s. 48

²²⁴ Vaattovaara 2015, s. 48–49

ulkopuolista informaatiota erilaisen sijoittajaviestinnän myötä.²²⁵ Informaation lähteenä toimii yhtiön lisäksi myös esimerkiksi sosiaalinen media, analytytikot, viranomaiset ja yhtiön kilpailijat.²²⁶ Mikäli esimerkiksi viranomaisen antaisi lausunnon, joka vaikuttaisi negatiivisesti sijoittajan muodostamaan kuvaan yhtiöstä, on myös tällä merkitystä sijoittajan päätöksentekoon vaikka informaationlähde ei olekaan yhtiö²²⁷.

Tämän vuoksi päätöksenteossa on olennaista tunnistaa mihin ja keneltä saatuun informaatioon kannattaa luottaa päätöstä tehdessään²²⁸. Informaation luotettavuus on riippuvaista informaation lähteestä. Informaatiolähteen tunnistamisella sijoittaja voisi välttää esimerkiksi markkinahuhujen aiheuttaman riskin päätöksenteolle. Koska tämä voi yksityisen sijoittajan kohdalla aiheutua kuitenkin käytännössä hyvin haasteelliseksi, on arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä pyritty siihen, ettei sijoittajaa suojata myös asettamalla muille informaatiolähteille velvollisuuksia. Esimerkiksi markkinointisäännöksellä suojataan sijoitusviestinnän oikeellisuutta²²⁹. Informaatio sääntelyn myötä sijoittajan tulisi voida luottaa, että informaatio markkinoilla on luotettavaa eikä sen tarvitsisi käyttää omia resurssejaan informaation oikeellisuuden varmistamiseksi.

4.3 Sijoittajan informaatiotarve

Informaatiota voidaan pitää rationaalisen päätöksenteon edellytyksenä²³⁰. Rationaalissa päätöksenteossa, toimija pyrkii kohdentamaan resurssinsa mahdollisimman tehokkaasti²³¹. Sijoituspäätöksenteolle kuten muullekin liiketoimintapäätöksenteolle ominaista on, että sillä on jokin taloudellinen vaikutus ja päätöksentekoon sisältyy epävarmuutta. Päätöksentekoprosessi edellyttää aina erilaisten toimintavaihtoehtojen

²²⁵ Huovinen 2004, s. 110–111.

²²⁶ Salo 2016, s. 40.

²²⁷ Vaattovaara 2015, s. 49

²²⁸ Salo 2015, s. 215–216.

²²⁹ Sillanpää 2007, s. 324.

²³⁰ Huovinen 2004, s. 7.

²³¹ Keinänen & Vuorela 2015, s. 171–172.

tunnistamista sekä näiden vaihtoehtojen seuraamusten ennakointia. Jotta toimintavaihtoehtoja ja niiden seuraamuksia voidaan keskenään vertailla, tarvitaan päätöksentekoprosessin tueksi informaatiota.²³²

Tiedonantovelvollisuuksilla on asetettu pörssiyhtiöille lainsäädännössä velvollisuus sijoittajien informaatiotarpeen täyttämistä. Yhtiöiden velvollisuutena on tarjota sijoittajalle mahdollisuus arvioida rationaalisesti yhtiötä ja siihen liittyvän arvopaperin arvoa. Tiedonantovelvollisuudet eivät velvoita yhtiötä huomioimaan sijoittajien yksilöllistä informaatiotarvetta. Sääntely velvoittaa vain, että yhtiön on täytettävä oikeudellisesti järkevän ja huolellisen sijoittajan informaatiotarpeet.²³³ Järkevä sijoittaja tekee sijoituspäätöksen käytettävissä olevan informaation pohjalta. Järkevä sijoittaja arvioisi päätöksenteossaan tiedon odotettavissa olevia vaikutuksia koko liikkeeseenlaskijan toiminnan muodostamaa kokonaisuutta vasten, huomioisi informaation lähteen luotettavuutta ja lisäksi kaikki muut markkinatekijät, joilla olisi todennäköisesti vaikutusta sijoituskohteen arvoon.²³⁴

Yhtiöiden tulisikin tiedonannossaan arvioida sijoittajan informaatiotarvetta sen perusteella, hyödyntäisikö järkevä sijoittaja todennäköisesti tietoa sijoituspäätöksen perusteena. Järkevän sijoittajan määrittely on keskeistä sen kannalta, että yhtiöt voisivat tietää, millaiselle sijoittajalle informaatiota tulee julkaista. Tämä helpottaa yhtiöiden arviointia siitä, mikä tieto sijoittajille on olennaista. Olennaisuuden määrittely puolestaan on keskeistä informaatiotulvan hallinnassa. Sijoittajien informaatiotarve voidaan täyttää vain olennaisella tiedolla.²³⁵ Tiedon olennaisuuden vaatimus asettaa tiedonantovelvollisuudelle rajat. Markkinoilla tulisi olla vain sijoittajan päätöksenteonkannalta tarpeellista informaatiota.²³⁶ Tämän vuoksi tiedon vaatimuksien: virheettömyys, tarkkuus,

²³² Salo 2015, s. 215.

²³³ Vaattovaara 2015, s. 40–42

²³⁴ MAR 2014/596/EU (14).

²³⁵ Salo & Oksaharju 2019, s. 418–421

²³⁶ Vaattovaara 2015, s. 43

ajantasaisuus, johdonmukaisuus ja kattavuus täyttäminen on keskeistä sijoittajansuojan kannalta. Näin voidaan välttää sijoittajalle muodostuvan informaatiotulvan riski.

Sijoittajan informaatiotarvetta täytetään liikkeeseenlaskun yhteydessä esitevelvollisuudella ja tämän jälkeen säännöllisellä ja jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella. Ensimmäisillä toimivilla sijoittajilla perustaa päätöksensä täysin uuteen informaatioon, sillä liikkeeseenlaskijan arvopaperit eivät ole olleet aiemmin julkisen kaupankäynnin kohteena, eikä tämän vuoksi arvopaperimarkkinasääntelyn sisältämät tiedonantovelvoitteet ole koskeneet aiemmin niitä. Tämän vuoksi markkinoilla ei ole välttämättä yhtä paljon olemassa olevaa informaatiota sijoittajien päätöksenteon tueksi. Liikkeeseenlaskun yhteydessä sijoittajan informaatiotarve voidaan katsoa olevan suurimmillaan, kun aiempaa tietoa yhtiöstä ei vielä juurikaan ole. Tämän vuoksi ensimmäisillä sijoittajien informaatiotarve täytetään esitevelvollisuudella. Jälkimarkkinoilla puolestaan sijoittajien käydessä keskenään arvopaperikauppaa, informaation ensisijaisena lähteenä toimivat liikkeeseenlaskijan säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus.²³⁷ Säännöllisellä tiedonantovelvollisuus varmistetaan, että jälkimarkkinoilla toimiva sijoittaja saa oikean ja riittävän kuvan yhtiöstä. Jatkuvalle tiedonannolle puolestaan varmistetaan, että riittävää informaatiota pidetään tasapuolisesti sijoittajien saatavilla.²³⁸

4.4 Sijoittajan velvollisuudet

Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus pyrkii tarjoamaan tasapuolisesti informaatiota kaikkien sijoittajien saataville. Sijoittajien tulisi olla markkinoilla yhdenvertaisessa asemassa tiedon suhteen. Informaation saatavilla pitäminen ei kuitenkaan takaa sijoittajan onnistumista sijoituspäätöksenteossa, vaan tässä kulkee yhtiön tiedonantovelvollisuuksien rajat sijoittajan suojaamisessa. Jotta sijoittaja tosiasiallisesti onnistuisi päätöksenteossään sijoittajan tulisi osata myös käyttää tietoa niin, että se voisi

²³⁷ Salo & Oksaharju 2019, s. 418–421

²³⁸ Vaattovaara 2015, s. 43

tosiasiassa hyötyä tiedosta. Sijoittajien todellista tiedonsaannin tarvetta ei siis voida täyttää pelkästään tiedonantajalle asetetuilla velvollisuuksilla. Sijoittajan todellisen tiedonsaannin tarpeen täyttymiseen vaikuttaa sen vuoksi sijoittajakohtaiset ominaisuudet, kuten kyky ja resurssit tiedon hyödyntämiseen.²³⁹

Sijoittajansuojan toteutumiselle on siis olennaista myös sijoittajan velvollisuudet tiedon hyväksikäyttäjänä.²⁴⁰ Vaikka tiedonantovelvollisuuksilla pyritään mahdollisimman hyvin suojaamaan sijoittajaa ja tarjoamaan päätöksentekoa varten riittävä informaatio, on sijoittajan täytettävä omat velvollisuutensa huolellisen ja järkevän päätöksenteon mahdollistamiseksi. Näitä velvollisuuksia ovat esimerkiksi hankkimis- ja huolellisuusvelvollisuus. Sijoittajan voidaan olettaa hankkivan saatavilla olevaa informaatiota ja tutustuvan siihen huolellisesti. Myös sijoittamisen yleiset lainalaisuudet voidaan katsoa olevan sijoittajan tiedossa jo pelkästään sen puolesta, että sijoittaja on tehnyt päätöksen ryhtyä sijoittamaan varojaan. Tällaiset sijoittamisen yleiset lainalaisuudet ovat esimerkiksi sijoittamisen tuotto-odotukseen sisältyvä riski.²⁴¹

Sijoittajan voidaan siis odottaa saavan oikeussuojaa riittävien ja olennaisten tietojen saamiselle, jotta perusteltu sijoituspäätös on mahdollista tehdä. Se, mikä sijoittajan omalle vastuulle kuitenkin jää, on informaation asianmukainen hyödyntäminen. Tässä merkittävässä roolissa voidaan katsoa olevan sijoittajan selonottovelvollisuus. Luukkonen vertaakin sijoittajan selonottovelvollisuutta tiedonantajan tiedonantovelvollisuuteen ja pitää näitä kahta toistensa vastinparina. Tiedonantajan tiedonantovelvollisuudet eivät käytännössä voi tuoda sijoittajalle riittävää suojaa ilman sijoittajan selonottovelvollisuutta. Tarjottuun informaatioon on siis tutustuttava, jotta sitä voi hyödyntää päätöksentekoprosessissa.²⁴²

²³⁹ Vaattovaara 2015, s. 28–29.

²⁴⁰ Luukkonen 2016, s. 119.

²⁴¹ Salo & Oksaharju 2019, s. 425.

²⁴² Luukkonen 2016, s. 119.

Oikeuskirjallisuus sisältää myös sijoittajan ymmärtämisvelvollisuuden²⁴³. Tätä puoltaa jo yleinen informaation saatavuuden helppous ja tiedon hankkimisen suhteellisen hyvät mahdollisuudet.²⁴⁴ Luukkonen (2018b, s.378) korostaa sijoittajan ymmärtämis- ja tietämisvelvollisuuteen vaikuttavan sijoittajan kokemus tai kokemattomuus. Luukkonen jakaa sijoittajan tietämisvelvollisuutta sen mukaan, tulisiko seikka tietää tai ymmärtää pelkätään kokemuksen puolesta vai tulisiko myös kokemattoman sijoittajan ymmärtää kyseinen seikka.²⁴⁵ Sijoittajan ymmärtämisvelvollisuus asettaa mielenkiintoisen näkökulman tiedonantovelvollisuuden tarkastelulle. Ymmärtämisvelvollisuutta tutkiessa voidaan arvioida esimerkiksi sitä, tulisiko sijoittajan ymmärtää jokin tieto virheelliseksi tai että sillä voisi olla harhaanjohtavaa vaikutusta sijoituspäätökseen²⁴⁶.

Sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä voidaankin tässä osiossa käsiteltävien asioiden valossa todeta olevan useita. Sijoittajan velvollisuudet ja niiden toteutuminen muodostavat rajoitteita sijoittajan mahdollisuuksiin hyödyntää informaatiota päätöksenteossa. Vaikka tiedonantovelvollisuudella on keskeinen vastuu sijoittajan päätöksenteon ohjaamisessa, on tiedonantajan vastuulle asetettu rajansa. Yhtiö ei ole tiedonantovelvollisuuden nojalla vastuussa sijoittajan päätöksenteon onnistumisesta²⁴⁷. Tämän vuoksi sijoittajalle on lainsäädännössä asetettu omat velvollisuutensa ja vastuunsa varmistamaan sijoittajansuoja. Sijoittajalla on kuitenkin mahdollisuus täyttää edellä mainitut velvollisuudet henkilökohtaisista rajoitteista huolimatta. Sijoittaja voi käyttää apua velvollisuuksien täyttämiseksi esimerkiksi hyödyntämällä päätöksenteossa sijoitusneuvontaa. Sijoitusneuvonnan avulla sijoittaja voi suojata yksilöllisistä ominaisuuksista ja rajoitteista aiheutuvaa riskiä sijoituspäätökselleen.²⁴⁸ Sijoitusneuvonnassa palveluntarjoajille on nimittäin asetettu huomattavasti yhtiöitä kattavampi vastuu sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien huomioinnissa. Sijoitusneuvonnassa palveluntarjoajan on hankittava yksilöllistä tietoa esimerkiksi asiakkaan taloudellisesta asemasta, sijoituskokemuksesta-

²⁴³ Salo & Oksaharju 2019, s. 425.

²⁴⁴ Luukkonen 2018a, s. 200.

²⁴⁵ Luukkonen 2018b, s. 387.

²⁴⁶ Luukkonen 2018a, s. 200.

²⁴⁷ Vaattovaara 2015, s. 28–29.

²⁴⁸ Salo 2016, s. 22–23

tietämyksestä sekä sijoittamiselle asetetuista tavoitteista (Sipal 10:4), jotta se voisi perustellusti ohjata sijoittajan päätöksentekoa²⁴⁹.

²⁴⁹ Salo 2016, s. 23

5 Informaatiohäiriön seuraamukset

Sijoittajansuojan kannalta olennaista on, että sijoitusinformaatioon liittyvä riski perustuu liikkeeseenlaskijan taloudelliseen kannattavuuteen, eivätkä markkinarakenteen vääristymiin tai liikkeeseenlaskijan epäeettiseen toimintaan. Arvopaperimarkkinoilla syntyneet vahinkotilanteet muodostuvat lähtökohtaisesti tiedonantovelvollisuuksien noudattamatta jättämisestä. Tämän vuoksi tiedonantajan vastuulla on noudattaa sille asetettuja lainsäädännöllisiä velvoitteita tiedonantoon. Tämän velvollisuuden laiminlyönnistä on kyse, kun tiedonantaja rikkoo esimerkiksi jatkuvaa tiedonantovelvollisuuttaan tai vaikka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden mukaista velvollisuutta julkistaa puolivuosisaksaus.²⁵⁰ Tällöin voidaan puhua arvopaperimarkkinoiden häiriötilanteesta eli informaatiohäiriöstä²⁵¹.

Tiedonantajana puhutaan tässä kohtaa liikkeeseenlaskijasta. Liikkeeseenlaskija on ensisijaisessa asemassa informaation tuottajana ja tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuden sääntelystä merkittävä osa kohdistuu liikkeeseenlaskijoihin. Vaikka liikkeeseenlaskija on vastuussa siitä, että markkinoilla on riittävää informaatiota, on vastuu kuitenkin rajattua. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden rajoittuminen voidaan nähdä siinä, ettei se ole vastuussa siitä, että sijoittaja hyödyntää olemassa olevaa informaatiota oikein. Vastuu tästä voidaan ajatella olevan kohdistettu sijoittajalle itselleen tai esimerkiksi arvopaperinvälittäjille. Liikkeeseenlaskija on puolestaan vastuussa vain siitä, että riittävää ja oikeaa informaatiota on sijoittajan saatavilla.²⁵²

Myös tiedonantajan omat intressit säilyttää sijoittajien luottamus suojaavat luonnollisesti sijoittajaa luottamuksen rikkomista vastaan. Tiedonantovelvollisuus on myös laissa määritelty velvoite, jonka rikkomisesta aiheutuu seuraamuksia jo ihan lainvalvonnan perusteella. Kuitenkaan sanktiot tiedonantajalle eivät takaa yksittäisille sijoittajille korvausta mahdollisesta taloudellisesta tappiosta. Sijoittajansuojalla perustellaan

²⁵⁰ Norros & Kisanlahti 2021, s. 1, 101–102, 4.

²⁵¹ Korva 2004, s. 432.

²⁵² Annola 2005, s. 59–60.

tiedonantajan vastuuta, mutta onko korvausjärjestelmä riittävän tehokas, jotta sijoittaja voisi luottaa markkinoiden toimivuuteen.²⁵³

Tiedonantovirheelle asetettujen seuraamusten keskeisimpänä tavoitteena onkin sijoittajan suojan varmistaminen. Sijoittajilla kohdistuu sijoitusinformaatioon perusteltuja odotuksia, joita loukkaavan on korvattava aiheutunut vahinko. Korvaamisella tarkoitetaan sitä, että loukattu osapuoli asetetaan siihen asemaan, mikä hänellä olisi ollut perusteltujen odotusten mukaan. Vahingonkorvaus on usein sopimusperusteinen suoja. Kuitenkin koska arvopaperimarkkinoilla ei aina synny sopimussuhdetta osapuolten välille, ei vahingonkorvaussääntelyn voida katsoa perustuvan sopimukseen. Tilanne on esimerkiksi silloin, kun sijoittaja sijoittaa pörssiyhtiön tiedonannon perusteella julkisen kaupan kohteena olevaan osakkeeseen.²⁵⁴ Kuitenkin koska tiedonantovelvollisuussääntelyn tavoitteena on suojata sijoittajan luottamusta markkinoilla, on olennaista pystyä myös asettamaan tiedonantaja vastuuseen, mikäli luottamus rikotaan. Tähän perustuukin arvopaperimarkkinoiden vahingonkorvaus. Arvopaperimarkkinoilla tiedonantajan korvausvastuusta säännellään AML luvussa 16 koskien vahingonkorvausta. Luvun 16 1 §:n mukaan arvopaperimarkkinalaissa annettujen säännösten vastaisen menettelyn aiheuttama vahinko on korvattava²⁵⁵.

Asettamalla korvausnormiston arvopaperimarkkinoiden toiminnalle voidaan sijoittajan suojaamisen lisäksi vaikuttaa ennakolta mahdollisten vahinkotilanteiden syntyyn. Tätä voidaan kutsua vahingonkorvauksen preventiovaikutukseksi, jolla voidaan osaltaan suojata sijoittajaa pyrkimällä vahinkotilanteiden ennaltaehkäisemiseen. Korvausvastuu asettaa tiedonantajalle pelotteen velvoitteiden täyttämättä jättämisen seuraamuksista.²⁵⁶ Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuksiin kohdistuvan sanktiojärjestelmän asettaminen on olennaista sijoittajansuojan kannalta.

²⁵³ Norros & Kaisanlahti 2021, s. 69–71.

²⁵⁴ Norros & Kaisanlahti 2021, s. 68–70.

²⁵⁵ AML 16 luku.

²⁵⁶ Norros & Kaisanlahti 2021, s. 74.

Vahingonkorvausoikeus sisältää oikeusperiaatteita, jotka heijastavat eri oikeudenalojen vahingonkorvaussäätelyyn. Vahingonkorvausoikeutta tarkasteltaessa on erotettava sopimusperusteinen ja sopimuksen ulkopuolinen korvausvastuu. Tämä johtuu siitä, että sopimukseen liittyy sopimusvapaudenperiaate, jolla korvausvastuusta voidaan erikseen sopia. Kuitenkin myös näissä tilanteissa vahingonkorvausoikeus voi toimia täydentävänä tai tulkinnan apuna. Vahingonkorvauslaki on kuitenkin yleislaki, joka lähtökohtaisesti soveltuu etenkin sopimuksenulkoi- sen korvausvastuusäätelyyn.²⁵⁷ Kuitenkin molemmissa suhteissa vastuuperusteena on lähtökohtaisesti tuottamus, joka on määritelty vahingonkorvauslain ensimmäisessä pykälässä: ”joka tahallisesti tai tuottamuksesta aiheuttaa toiselle vahingon, on velvollinen korjaamaan sen, jollei siitä, mitä tässä laissa säädetään, muuta johdu”. Tiedonantovirheen tilanteessa tuottamuksen vastuuperuste voidaan katsoa muodostuneen silloin, kun liikkeeseenlaskijan todetaan menetelleen tiedonantovelvollisuussäätelyn vastaisesti.²⁵⁸

Syy-yhteys on yksi vahingonkorvauslainsäädännön perusperiaatteista. Syy-yhteyden vaatimuksella viitataan siihen, että korvausvastuu syntyy vain niissä vahinkotilanteissa, joissa esiintyy jokin syy-yhteys vahingon tuottajan ja vahingon kärsijän välillä. Vahinko tulee siis olla yhteydessä tekoon. Yhteys syntyy, kun tilanteessa voidaan katsoa olevan jokin yhteys vastapuolen tekoon tai laiminlyöntiin. Yhteyttä voidaan tarkastella myös selvittämällä, olisiko jokin vahinko sattunut ilman jotain tiettyä toimintaa. Mikäli ei, ei vahingolla voida katsoa olevan syy-yhteyttä.²⁵⁹ Esimerkiksi mikäli henkilö väittää kärsineensä vahinkoa harhaanjohtavan tiedon tai tiedon puutteellisuuden perusteella, on aiheutuneen vahingon oltava jossain yhteydessä tähän tapahtumaan. Eli käytännössä vahingon on täytynyt aiheutua siitä, että tiedonsaaja on toiminut saamansa tiedon perusteella jotenkin itselleen epäedullisesti. Toisin sanoen ilman tätä tietoa henkilö olisi toiminut jotenkin eri tavoin. Vain näissä tapauksissa tiedonantovirheen voitaisiin katsoa liittyvän henkilön vahinkoon.²⁶⁰

²⁵⁷ Hemmo 2013, s. 72.

²⁵⁸ Korva 2004, s. 433.

²⁵⁹ Hemmo 2013, s. 92.

²⁶⁰ Norros & Kisanlahti 2021, s. 326.

Arvopaperimarkkinoilla edellä mainittu tilanne tarkoittaisi siis sitä, että sijoituspäätös olisi tapahtunut perustuen virheelliseen informaatioon ja tästä olisi aiheutunut sijoittajalle taloudellista vahinkoa. Yleisesti vahingonkorvauslainsäädäntöön liittyy kuitenkin myös näyttötaakka, joka voi olla arvopaperimarkkinoilla hieman ongelmallista. Sijoittajan tulisi siis voida näyttää toteen, että hän on tehnyt sijoituspäätöksensä perustuen juuri tähän virheelliseen tietoon.²⁶¹ Toisaalta tämä tarkoittaisi myös sitä, että sijoittajan tulisi jotenkin voida osoittaa, että riittävien ja oikeiden tietojen valossa hän olisi tehnyt erilaisen sijoituspäätöksen. Ilman selkeää näyttöä tästä tiedonantaja voisi kiistää, että sijoittaja on tehnyt päätöksensä juuri virheelliseen tietoon perustuen, eikä esimerkiksi jonkin muun informaation perusteella. Mikäli tällainen johtopäätös voitaisiin tehdä, ei virheellisen tiedon voida katsoa aiheuttaneen sijoittajalle vahinkoa. Tällainen näyttötaakka aiheuttaisi sijoittajalle merkittäviä hankaluuksia, koska sijoituspäätökset ovat usein monesta eri informaatiolähteestä muodostunut tiedon summa. Tämä ajattelu siis heikentäisi sijoittajan asemaa arvopaperimarkkinoilla, mikä ei ole vahingonkorvaussääntelyn tai arvopaperimarkkinasääntelyn tarkoituksena.²⁶²

Vahingonkorvauksessa arvopaperimarkkinoilla on usein kyse sopimuksenulkoisesta vastuusta, sillä arvopaperimarkkinoilla ei useinkaan muodostu sopimussuhdetta osapuolien välille. Tällä on merkitystä informaatiohäiriötilanteessa etenkin todistustaakkaa arvioitaessa. Vaikka usein sopimuksen ulkoinen vastuu on pääsääntöisesti asettanut näyttötaakan vahingonkärsijälle, tuo arvopaperimarkkinoiden erityispiirteet tähän pääsääntöön eräänlaisen poikkeuksen.²⁶³ Markkinoilla tapahtuvien sijoituspäätöksiä voidaan olettaa perustuvan luottamukseen tiedon oikeellisuudesta. Tätä puoltaa jo se, että lainsäädäntö velvoittaa hyvää markkinatapaa, olennaisen informaation saatavilla pitämistä sekä totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon oikaisua. Sijoittaja voi siis luottaa liikeseenlaskijan täyttävän nämä tiedonantovelvollisuuden lakisääteiset vaatimukset.

²⁶¹ Korva 2004, s. 450.

²⁶² Hemmo 2013, s. 326–329.

²⁶³ Korva 2004, s. 450.

Tämä oletamus puoltaa myös sitä ajatusta, että näyttötaakka siirtyy liikkeeseenlaskijalle, sillä sijoittajan oletetaan luottavan markkinoilla olevaan informaatioon, eikä sitä tarvitse erikseen osoittaa. Markkinoiden tehokkuuden luottamusolettamalla voidaan siis suojata sijoittajaa kohtuuttomalta näyttötaakalta. Tämä parantaa sijoittajan suojaa markkinoilla tiedonantovirheitä kohtaan.²⁶⁴

Myös luottamusolettama arvopaperin hinnanmuodostumiselle suojaa sijoittajaa näyttötaakalta. Arvopaperimarkkinoilla informaatio vaikuttaa aina arvopaperin hinnanmuodostumiseen. Arvopaperin arvo on yksi keskeisin sijoittajan päätöksentekoon vaikuttava tekijä. Tämän vuoksi oli sitten arvopaperin hinnanmuodostukseen vaikuttanut tieto oikeaa tai väärää, sijoittaja on tehnyt päätöksensä tähän informaatioon nojautuen. On siis ilmeistä, että mikäli tieto olisi ollut erilaista, sillä olisi todennäköisesti ollut jokin vaikutus sijoittajan päätöksentekoon. Tämän vuoksi sijoittajaa voidaan suojata luottamusolettamalla. Sijoittaessaan sijoittaja luottaa lähtökohtaisesti siihen, että arvopaperin hinta on todellinen eli se perustuu oikeaan informaatioon. Tämän oletuksen pohjalta sijoittajan ei tarvitse osoittaa luottaneensa hinnan oikeellisuuteen, vaan se perustuu markkinoiden luottamusolettamukseen. Ilman luottamusolettamaa ei sijoittajan voisi ajatella kärsineen vahingosta, sillä hänen olisi voitu ajatella tietävän tiedon virheellisyydestä. Luottamusolettama onkin lähtökohtana, kun tarkastellaan sijoituspäätöksen ja tiedonantovirheen yhteyttä. Sijoittaja siis kärsii tiedon virheellisyydestä vain silloin, kun se on luottanut tietoon ja tehnyt päätöksensä sen perusteella. Sijoittajan luottamus voi perustua joko liikkeeseenlaskijaan liittyvään informaatioon tai arvopaperin hintaan. Hintaan luottaminen edellyttää luottamusta markkinoiden tehokkuuteen. Vaikka sijoittajat eivät perusta päätöksiään markkinoiden täydellisen tehokkuuden olettamukseen, ei heidän voida olettaa käyttää tiedonantovirheiden epäilyksiä järkevästi hyväkseen sijoituspäätöksiä tehdessään.²⁶⁵

²⁶⁴ Norros & Kisanlahti 2021, s. 341–350.

²⁶⁵ Norros & Kisanlahti 2021, s. 330–340.

Aiheen kannalta mielenkiintoinen oikeustapaus on KKO: 2015:93, jossa arvioitiin vahingonkorvaustilannetta tiedon harhaanjohtavuuden ja totuudenvastaisuuden kiellon perusteella. Tapauksessa oli kyse rahoitusyhtiön liikkeeseen laskemasta obligaatiosta²⁶⁶. Tapauksessa obligaatioon liittyi liikkeeseenlaskijariski, jota ei kuitenkaan mainittu arvopaperin markkinointiesitteessä. Markkinointiesitteessä oli mainittu, että tuotteeseen ei tulisi sijoittaa ilman, että sijoittaja tutustuu arvopaperimarkkinalain mukaiseen esitteeseen, missä liikkeeseenlaskijariski oli mainittu. Tapauksessa sijoittaja oli sijoittanut sijoitustuotteeseen ilman, että oli tutustunut tähän esitteeseen ja kun riski realisoitui, sijoittaja nosti kanteen perustellen markkinoinnin olevan virheellistä. Tapauksessa tuli siis arvioida, oliko arvopaperin markkinoinnissa annettu totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa.

Tapauksessa oli myös käsiteltävä sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan sopimussuhdetta. Tapauksessa todettiin, että osapuolten suhde sisältää riittävästi sopimuksenkaltaisia piirteitä, jotta vahingonkorvausta tulisi arvioida myös sopimusoikeudellisten periaatteiden mukaisesti. Liikkeeseenlaskijan todettiin olevan sekä sopimusperusteisessa että arvopaperimarkkinalain perusteella vahingonkorvausvastuussa. Liikkeeseenlaskija olisi molempien perusteella velvollinen antamaan riittävät tiedot vastapuolelle päätöksenteon tueksi. Tapauksessa korkeimman oikeuden tuli myös arvioida tapahtuneen syy-yhteyttä. Tapauksessa todettiin, että sijoittajalle aiheutunut vahinko oli syy-yhteydessä liikkeeseenlaskijan markkinoinnin harhaanjohtavuuden kanssa, ja myös tämän vuoksi liikkeeseenlaskija katsottiin vahingonkorvausvelvolliseksi.

Tapauksessa nähdään, että sijoittajan tiedollisesti heikompi asema tulee huomioida, kun mietitään tiedonantajan vastuuta suhteessa sijoittajan päätöksentekoon. Tähän voidaan katsoa liittyvän esimerkiksi tiedonantajan lojaliteettivelvollisuuden arviointi, vaikka tapauksessa Korkein oikeus ei suoranaisesti tätä tutkinut. Kuitenkin lopputulosta tarkasteltaessa voidaan huomata, että liikkeeseenlaskijalla olisi ollut jonkinlainen

²⁶⁶ Eräänlainen velkamuotoinen arvopaperi, joukkovelkakirjalaina, jolla yritys pyrkii kasvattamaan vierasta pääomaansa (Nordnet 2022).

lojaliteettivelvollisuus, jonka perusteella tiedonantaja huolehtisi vastapuolensa asemasta eli tässä tapauksessa siitä, että sijoittajalla on päätöksenteon tueksi riittävä informaatio.

Vahingonkorvausvastuu arvopaperimarkkinoilla on hyvin mielenkiintoinen ja laaja tarkastelun kohde sen erityispiirteiden vuoksi. Korvausvastuun tarkasteluun liittyykin vielä paljon muita näkökulmia ja tekijöitä, joita kaikkia ei kuitenkaan tässä kohtaa ollut mahdollista käsitellä. Tämän kappaleen tarkoitus oli muodostaa käsitys, miten tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen reagoidaan ja miten seuraamuksien asettaminen vaikuttaa sijoittajansuojan toteutumiseen ja mitä ongelmia tähän mahdollisesti voi liittyä.

6 Yhteenveto tutkimustuloksista

Informaatiolla on keskeinen rooli arvopaperimarkkinoiden toiminnassa. Informaatio ohjaa arvopaperimarkkinoilla toimivien päätöksentekoa²⁶⁷. Informaatio mahdollistaa sijoitusten ja sijoitustarpeiden tehokkaan kohdistamisen²⁶⁸. Informaatio tarjoaakin liiketoimintaa harjoittaville keinon perustella sijoitustarpeensa yleisölle. Tämän mahdollisuuden ei kuitenkaan ole lainsäädännössä ajateltu takaavan riittävää informaatiota markkinoilla, jonka vuoksi tiedonantovelvollisuuksien asettaminen on nähty tarpeelliseksi. Tiedonantovelvollisuuksien tavoitteeksi muodostuukin informaation tehokas allokointi markkinoiden osapuolten välillä. Informaatio- ja tietosuojalainsäädännöllä toisaalta varmistetaan riittävän informaation julkistaminen ja toisaalta suojataan informaation haltijaa sen toiminnalle haitalliselta informaation leviämiseltä.²⁶⁹

Tiedonantovelvollisuudet tasapainottavat informaation epätasapainoa. Informaatio-epätasapainoa muodostuu väistämättä sijoittajien ja liikkeeseenlaskijoiden välille, jonka vuoksi tätä epätasapainoa on tarkoituksenmukaista lainsäädännöllä tasoittaa.²⁷⁰ Tiedonantovelvollisuuksilla ei kuitenkaan tavoitella täydellistä informaatiotasapainoa, vaan sellaista tilannetta, jossa luottamus sijoittajien keskuudessa ja halukkuus sijoittamiseen säilyy. Kun halukkuus sijoittamiseen säilyy, parantuvat myös yhtiöiden mahdollisuudet pääoman hankkimiselle.²⁷¹ Tämän vuoksi sijoittajan suojaaminen on keskeisessä asemassa tiedonantovelvollisuuksien sääntelyssä.

Arvopaperimarkkinaoikeudelliset periaatteet suojaavat sijoittajien luottamusta asettamalla markkinatoimijoille velvollisuuden hyvän markkinatavan mukaiseen toimintaan, kieltämällä totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon julkaisemisen sekä asettamalla vaatimuksen pitää riittävät tiedot tasapuolisesti sijoittajien saatavilla. Näissä

²⁶⁷ Korva 2004, s. 433.

²⁶⁸ Lauriala 2008, s. 52.

²⁶⁹ Korva 2004, s. 97.

²⁷⁰ Annola 2005, s. 59–61.

²⁷¹ Norros 2021, s. 101–102.

arvopaperimarkkinaoikeuden lähtökohdissa on selkeästi nähtävissä sijoittajan näkökulma. Periaatteet velvoittavat vastapuolta toimimaan niin, että yhtiön intressien lisäksi liikkeeseenlaskijan toiminta huomioi sijoittajien intressit. Se, miten näitä oikeusperiaatteita toteutetaan markkinoilla, selviää arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelyn sisällöstä.

Arvopaperimarkkinoilla tiedonantajan velvollisuudeksi muodostuu riittävän, oikean ja ajantasaisen informaation saatavilla pitäminen²⁷². Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn myötä on pyritty asettamaan liikkeeseenlaskijalle tiedonantamisen raamit, mutta usein sen täytyy käyttää myös omaa harkintaansa sen suhteen, millainen tieto laukaisee velvollisuuden ja milloin²⁷³. Liikkeeseenlaskijan harkintavallalla voi olla erilaisia vaikutuksia sijoittajansuojan näkökulmasta. Mitä tulkinnanvaraisempi tiedonantamisen velvollisuuden syntyminen on, sitä suurempi informaatoriski sijoittajalle syntyy siitä.

Tämän vuoksi lähtökohtana voidaan pitää sitä, että kaikessa liikkeeseenlaskijan sijoittajaviestinnässä tulisi olla mahdollisimman avoin informaation suhteen²⁷⁴. Tiedon laadulle on sääntelyllä asetettu vaatimukset, jotka täyttämällä sen voidaan katsoa olevan riittävää. Riittävän informaation saatavilla pitäminen toteutetaan säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden pohjalta. Lisäksi esitevelvollisuudella suojataan tiedonsaantia ensimarkkinoilla, jolla tarjotaan sijoittajille lähtökohdat sijoituskohteen arvioinnille. Tämän jälkeen säännöllinen tiedonantovelvollisuus tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden muodostaa oikea ja riittävä kuva yhtiöstä. Jatkuvalla tiedonannolla huolehditaan siitä, että sijoittajalla on tasapuolisesti käytössään riittävästi olennaista informaatiota.²⁷⁵ Jatkuva tiedonantovelvollisuus edistää informaatiotasapainoa etenkin markkinoiden puolueettomuutta ja oikeudenmukaisuutta parantamalla.²⁷⁶ Puolueettomat ja oikeudenmukaiset markkinat ovat elinehto sijoittajansuojan toteutumiselle.

²⁷² Häyrynen & Kajala 2013, s. 159.

²⁷³ Korva 2004, s. 437.

²⁷⁴ Korva 2004, s. 437.

²⁷⁵ Vaattovaara 2015, s. 43

²⁷⁶ Annola 2005, s. 60–63.

Sijoittajan suojaaminen arvopaperimarkkinoilla tapahtuu informaation suojaamisella. Tiedonantovelvollisuuksilla voidaan varmistaa, ettei sijoittajan rationaalinen päätöksenteko epäonnistu informaation laatuun liittyvien ongelmien seurauksena. Tämä edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden tehokkaaseen toimintaan. Markkinaluottamus lisää sijoitushalukkuutta, joka edellyttää, että tiedolle asetetut vaatimukset toteutuvat. Tiedonantovelvollisuudet asettavat tiedonannolle vähimmäisvaatimukset ja tiedonantaja voi halutessaan tarjota informaatiota vielä kattavammin. Vaikka lain kirjain ei velvoittaisikaan yhtiötä tarjoamaan informaatiota, voi intressinä olla yhtiön tarve lojaaliuteen sijoittajia kohtaan.²⁷⁷ Tiedonantovelvoitteet ja niiden taustalla oleva lojaliteettiperiaatteen ajatus varmistavat myös sijoittajien luottamuksensuojaa ja suojaa heikompaa osapuolta kohtaan.

Informaatio on sijoittajan päätöksenteon edellytys, jonka vuoksi tiedonantovelvollisuuden ja sijoittajansuojan sääntely tarjoaa suojaa informaatiolle. Kaikkien markkinaosapuolien toiminnalla on vaikutuksia siihen, millaisessa informaatioympäristössä sijoittaja joutuu toimimaan²⁷⁸. Informaation hyödyntämisessä keskeistä on informaatiolähteiden tunnistaminen ja niiden luotettavuuden arviointi. Sääntelyn tulisi turvata sijoittajalle informaation luotettavuus, mutta informaation lähteen ollessa epäselvä, sääntelyä voi olla hankala kohdistaa oikein. Kuitenkin yleiset informaatiovelvoitteet asettavat kaikille toimijoille vastuun tiedottamisen oikeellisuudesta. Tiedonantajille asetetun vastuun lisäksi sijoittajansuojaan vaikuttaa keskeisesti, miten sijoittaja onnistuu informaation hyödyntämisessä. Tämän vuoksi myös sijoittajaan kohdistuu velvollisuuksia, jotta sijoittajansuojan toteuttamisen keinot toimivat. Sijoittajan vastuu korostuu, kun tiedonantovelvollisuuksilla ei voida suojata sijoitusinformaatiota, esimerkiksi markkinahuhun tilanteessa.

Jotta tiedonantovelvollisuudet voisivat toteuttaa sijoittajansuojaa, on niiden rikkomisesta aiheuduttava asianmukaiset seuraamukset. Seuraamuksien asettaminen suojaa sijoittajaa tarjoamalla riittävät oikeusturvakeinot vahinkotilanteessa, mutta tarjoaa myös

²⁷⁷ Huovinen 2004, s. 348, 323–328.

²⁷⁸ Salo 2016, s. 40.

preventiivistä eli ennaltaehkäisevää suojaa²⁷⁹. Arvopaperimarkkinoilla vahingonkorvauslainsäädännön soveltamisessa on huomioitava markkinoiden erityispiirteet. Arvopaperikaupalle tyypillisen sopimuksenulkoisen luonteen vuoksi sijoittajan suoja vahinkotilanteessa on tarkasteltava myös muun kuin sopimusperusteisen suojan avulla. Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuteen liittyvä vahingonkorvausjärjestelmä on olennainen osa sijoittajansuojaa. Arvopaperimarkkinoiden erityispiirteiden vuoksi vahingonkorvausjärjestelmän tutkiminen synnyttää yhden mielenkiintoisen näkökulman arvopaperimarkkinoiden tarkastelulle. Jatkotutkimuksen aiheena voisikin olla esimerkiksi vahingonkorvauslainsäädännön tarjoama suoja sijoittajalle.

²⁷⁹ Norros & Kaisanlahti 2021, s. 74.

Lähteet

- Aarnio, A. (2006). *Tulkinnan taito: Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta*. Talentum Media. Noudettu osoitteesta: <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/EAEBIXCTDG#/kohta:1/piste:b165>
- Annola, V. (2004). *Informaatiovirrat arvopaperimarkkinoilla*. Teoksessa Hyvä, paha informaatio: Informaatio-oikeuden erityiskysymyksiä. 36–41. Vaasan yliopisto. Noudettu 26.11.2022 osoitteesta: https://osuva.uwasa.fi/bitstream/handle/10024/7936/isbn_952-476-063-0.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Annola, V. (2005). *Informaatio, sisäpiiri, markkinat: Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa*. [Turun yliopisto].
- Annola, V. (2011). *Markkinahuhu ja arvopaperin emittoija*. Lakimies, 7–8. 1376–1392. Noudettu osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/83830005.pdf>
- Euroopan komissio (2013). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/34/EU, annettu 26 päivänä kesäkuuta 2013. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034&from=NL>
- Euroopan komissio (2013). Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2013. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=FI>
- Euroopan komissio (2017). Euroopan parlamentin ja neuvoston asetetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32017R1129>
- Finanssivalvonta (2021) Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/sisapiiriasiat/sisapiiritiedon-julkistaminen-ja-julkistamisen-lykkaaminen/>

- HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lain-
säädännöksi. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: [https://www.edus-
kunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_32+2012.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_32+2012.pdf)
- HE 65/2016. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttami-
sesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta:
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/HE_65+
2016.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/HE_65+2016.pdf)
- Hemmo, M. (2013) *Velvoiteoikeuden perusteet*. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen
tiedekunnan julkaisuja.
- Hirvonen, A. (2011). *Mitkä metodit?: Opas oikeustieteen metodologiaan*. Noudettu
osoitteesta: https://issuu.com/arihirvonen/docs/mitk___metodit_paino
- Hoppu, K. (2004). *Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely* (2. painos.). Talentum. Nou-
dettu osoitteesta: [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/
DADBIXCTDG#/kohta:1/piste:b530](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/DADBIXCTDG#/kohta:1/piste:b530)
- Huovinen, S. (2004). *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media:
Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista*. Suomalainen
lakimiesyhdistys.
- Husa, J., Mutanen, A., & Pohjolainen, T. (2001). Kirjoitetaan juridiikkaa: Ohjeita oikeus-
tieteellisten kirjallisten töiden laatijoille. Lakimiesliiton kustannus.
- Häyrynen, J., & Kajala, V. (2013). *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Lakimiesliiton kustannus.
Noudettu osoitteesta: [https://kauppakamaritieto-fi.proxy.uwasa.fi/ammattikir-
jasto/teos/uusi-arvopaperimarkkinalaki#kohta:Uusi\(\(20\)arvopaperimarkkinalaki](https://kauppakamaritieto-fi.proxy.uwasa.fi/ammattikir-
jasto/teos/uusi-arvopaperimarkkinalaki#kohta:Uusi((20)arvopaperimarkkinalaki)
- Kanniainen, V., Määttä, K., & Häyhä, J. (1996). Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Gau-
deamus.
- Keinänen, A. & Vuorela, M. (2015). *Toteutuvatko lainvalmistelun ihanteet käytännössä?*
Lakimies 2/2015. 170–195 Noudettu 16.12.2022 osoitteesta: [https://www-edi-
lex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/151460002.pdf](https://www-edi-
lex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/151460002.pdf)
- Korva, M. (2004) *Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena*. Defensor Legis N:o
3/2004. 432–454 Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: [https://www-edilex-
fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/13290006.pdf](https://www-edilex-
fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/13290006.pdf)

- Lauriala, J. (2008). *Rahoitusstrategia: Modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. WSOYpro.
- Luukkonen, M (2016). *Tutustu, ymmärrä ja päätä – sijoittajan selonottovelvollisuus oikeus- ja käyttäytymistaloustieteellisestä näkökulmasta*. Oikeustiede. 113–184. Noudettu osoitteesta: [https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeustiede/183170003 .pdf](https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/oikeustiede/183170003.pdf)
- Luukkonen, M. (2018a). *Sijoittajan tietämisvelvollisuus – osa I*. Lakimies 2/2018. 200–226. Noudettu osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/186560003.pdf>
- Luukkonen, M. (2018b). *Sijoittajan tietämisvelvollisuus – osa II*. Lakimies 3–4/2018. 387–411. Noudettu osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/188760004.pdf>
- Luukkonen, M. (2018c). *Sijoittajan velvollisuudet*. Noudettu osoitteesta: <https://helda.helsinki.fi/bitstream/handle/10138/264540/SIJOITTA.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Mäenpää, O. (2016). *Julkisuusperiaate* (3. uud. p.). Talentum Pro. Noudettu osoitteesta: <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/IACBCXETEB#kohta:Julkisuusperiaate>
- Määttä, K. (2016). *Oikeustaloustieteen perusteet* (2., uud. laitos.). Edita.
- Nordnet (2022). *Obligaatiot eli joukkovelkakirjalainat ja muut korkoa tuottavat arvopaperit*. Noudettu 26.11.2022 osoitteesta: <https://www.nordnet.fi/fi/info/tietamystesti/obligatiot-ja-muut-korkoinstrumentit>
- Norros, O., & Kisanlahti, T. (2021). *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla: Liikkeenlaskijan tiedonantovirhe*. Alma Talent. Noudettu osoitteesta: <https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/DAFBIXCTDG#>
- Ruoho, K. (2003). *Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät*. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. 115–147. Noudettu 26.11.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/537.pdf>
- Saarenpää, A (2022). *Informaatio-oikeus*. Luentomateriaali. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://moodle.uwasa.fi/course/view.php?id=6607>

- Salo, M. (2015). *Hyvä liiketoimintapäätös ja johdon vastuu*. Talentum. Noudettu osoitteesta: [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/BADBGXCTEB#kohta:HYV\(\(c4\)\(\(20\)LIIKETOIMINTAP\(\(c4\)\(\(c4\)T\(\(d6\)S\(\(20\)JA\(\(20\)JOHDON\(\(20\)VASTUU](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/BADBGXCTEB#kohta:HYV((c4)((20)LIIKETOIMINTAP((c4)((c4)T((d6)S((20)JA((20)JOHDON((20)VASTUU)
- Salo, M. (2016). *Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa*. Alma Talent. Noudettu osoitteesta: [https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/GAJBHXCTEB#/kohta:Sijoitusinformaatio\(\(20\)sijoittajan\(\(20\)p\(\(e4\)\(\(e4\)t\(\(f6\)ksenteossa\(:3.6\(\(20\)Sijoitusinformaation\(\(20\)turvaaminen\(\(20\)\(:3.6.1\(\(20\)Tiedonantovelvollisuuksien\(\(20\)tehokkuus/piste:b0](https://verkkokirjahylly-almatalent-fi.proxy.uwasa.fi/teos/GAJBHXCTEB#/kohta:Sijoitusinformaatio((20)sijoittajan((20)p((e4)((e4)t((f6)ksenteossa(:3.6((20)Sijoitusinformaation((20)turvaaminen((20)(:3.6.1((20)Tiedonantovelvollisuuksien((20)tehokkuus/piste:b0)
- Salo, M. & Oksaharju, J. (2019). *Järkevän sijoittajan monet kasvot*. Lakimies 3–4. 418–446. Noudettu 10.12.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/198840008.pdf>
- Sedbom, Sakari (2017). *Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyissä*. Lakimies 6. 838–863. Noudettu 8.12.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/lakimies/182420005.pdf>
- Sillanpää, M. (2007). *Arvopaperien markkinointi ja emissionjärjestäjän vastuu*. Turun yliopisto, oikeustieteellinen tiedekunta. 321–334. Noudettu 10.12.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/7188.pdf>
- Suomi.fi (2019). *Mitä minun tulee tietää osakkeiden merkinnästä?* Noudettu 6.12.2022 osoitteesta: <https://www.suomi.fi/yritykselle/yrityksen-perustaminen/yritysmuodot/opas/osakeyhtio/osakepaaoma-ja-osakkeiden-merkinta>
- Tilastokeskus (n.d.). *Miten tieto kuvaa todellisuutta?* Noudettu 26.11.2022 osoitteesta: <https://stat.fi/org/tiedon-laatukehikko/tietoaineistojen-laatukriteerit.html>
- Turtiainen, M. (2004). *Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot*. Edita. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: <https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/kirjat/2682.pdf>
- Turtiainen, M. (2022) *Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ja tulosvaroitukset*. Defensor Legis 3. 794–814. Noudettu 15.11.2022 osoitteesta: https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/defensor_legis/1000790010.pdf
- Vaattovaara, M. (2015). *Tulosinformaation julkistamisperusteet*. Lakiasiainhuone.

Valtionvarainministeriö (2013). *Avoimuusdirektiivin (2004/109/EY) muutosdirektiivin (2013/50/EU) täytäntöönpano, hallituksen esityksen valmistelu*. Noudettu 10.11.2022 osoitteesta: <https://vm.fi/sv/projektsida?tunnus=VM151:00/2013>

Valtionvarainministeriö (2011). työryhmän muistio: *Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus*. Noudettu 10.11.2022 osoitteesta: https://www.edilex.fi/ministerioiden_julkaisut/7641.pdf

OIKEUSTAPAUSLUETTELO

Korkein oikeus

KKO:2010:25

KKO:2013:53

KKO:2015:93