

Sijoittajan tiedonsaantioikeus arvopaperimarkkinoilla

Lauri Korhonen
Lapin yliopisto
Oikeustieteiden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Kevät 2013

Sisällysluettelo

1. Johdanto.....	1
2. Mikä on osakeyhtiö?.....	4
3. Arvopaperimarkkinoiden sääntely.....	10
3.1 Yleistä.....	10
3.2 Comply or Explain -periaate.....	12
4. Tiedonantovelvollisuudesta.....	17
4.1. Yleistä.....	17
4.2 Tiedonantovelvollisuuden teoreettista taustaa.....	19
4.3 Tiedonantovelvollisuus ennen listautumista.....	21
4.3.1 Tarjousesitteen laatimisvelvollisuus.....	21
4.3.2 Tarjousesitteen sisältö.....	24
4.3.3 TJ Groupin tapaukset.....	25
4.3.4 Uusi esitedirektiivi.....	28
5. Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	30
5.1. Yleistä.....	30
5.2 Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.....	31
5.2.1 Tilinpäätös.....	32
5.2.2 Toimintakertomus.....	33
5.2.3 Osavuosikatsaukset ja tilinpäätöstiedote.....	34

5.2.4 Muu säännöllinen informaatio.....	36
5.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	37
5.3.1 Tulosvaroitus.....	39
5.3.2 Nokian tapaus.....	40
5.3.2.1 Olennaisuuskriteerin arviointia.....	42
5.3.2.2 ” Ilman aiheetonta viivytystä ”.....	44
5.3.2.3 Yhteenveto.....	47
5.3.3 Tectian tapaus.....	48
6. Sisäpiirintieto.....	53
6.1 Yleistä.....	53
6.2 Sisäpiirintiedon kolme peruselementtiä.....	55
6.2.1 Tiedon täsmällisyys.....	55
6.2.2 Tiedon olennaisuus.....	56
6.2.3 Tiedon julkisuus.....	59
6.3 Esimerkkitapaus sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.....	62
6.3.1 Tapauksen taustaa.....	62
6.3.2 Tapauksen analysointia.....	64
6.3.2.1 Tiedon täsmällisyys.....	65
6.3.2.2 Tiedon julkistamattomuus.....	66
6.3.2.3 Tiedon olennaisuus.....	68
7. Lopuksi.....	70

Lähdeluettelo

Kirjallisuuslähteet:

- Mikko Reinikainen, Jussi Pelkonen, Kari Lydman – Uusi osakeyhtiölaki, 2007.
- Pertti J. Siikarla – Osakeyhtiölaki & käytäntö, 2006.
- Ari Savela – Vahingonkorvausosakeyhtiössä, 2006.
- Veikko Vahtera – Osakeomistuksen riski ja sääntely, 2011.
- Minna Jokela – Yhtiön tiedonantovelvollisuus ja esitevastuu listautumisessa, 2005.
- Jarmo Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007.
- David Seidl, Paul Sanderson, John Roberts – Applying ” Comply-or-Explain ”: Conformance with Codes of Corporate Governance in the UK and Germany, 2009.
- Ahti Saarenpää – Verkkoyhteiskunnan oikeutta – Johdatusta aiheeseen, 2000.
- Jarkko Karjalainen, Olli Laurila, Jarmo Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005.
- Mårten Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011.
- PwC - IFRS Pocket Guide, 2011.
- PwC – Illustrative interim information, 2011.
- Sir Christopher Hogg – The ” Comply or Explain ” Approach to Improving Standards of Corporate Governance
- Mika Korva – Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena (Defensor Legis N:o 3/2004).
- Tomi Voutilainen – Oikeus tietoon: Informaatio-oikeuden perusteet, 2012.
- Katsauksia ja pienempiä kirjoituksia: Sakari Huovinen – Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena (Lakimies 5/2005 s. 768-780).
- Olli Norros – Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla, 2009.
- Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar – Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, 1999.
- Sakari Huovinen – Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media, 2004.
- Häyrynen, Parkkonen – Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet, 2006.
- Ari-Matti Nuutila, Ari Saarnilehto (toim.) - Arvopaperimarkkinat, 2001.

Ari Huhtamäki, Harri Reijonen (toim.) - Rahoitus- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisia kirjoituksia, 2002.

Bruce Mackenzie, Raymond Chamboko, Danie Coetsee, Blaise Colyvas, Tapiwa Njikizana, Brandon Hanekom – Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, 2012.

George Soros – Kansainvälisen kapitalismin kriisi, 1998.

Jarmo Leppiniemi, Sari Lounasmeri – Yritysrahoitus (internet-versio), 2013.

Jukka K. Korpela – Saako tieto suojaa? (Oikeus 2/2009).

Petter Korkman, Mikko Yrjönsuuri (toim.) - Filosofian historian kehityslinjoja, 2008.

Jukka Mähönen, Seppo Villa – Osakeyhtiö I – Yleiset opit, 2007.

Muut lähteet:

Osakeyhtiölaki (OYL).

Arvopaperipörssin säännöt.

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi.

HE 2005:109.

Financial Reporting Council – The UK Corporate Governance Code, 2010.

www.nasdaqomx.com/listing/europe/surveillance/aboutsurveillance

www.nasdaqomx.com/listing/europe/surveillance/helsinki

Arvopaperimarkkinalaki (AML).

Valtiovarainministeriön asetus 452/2005.

HE 38/2005.

Komission asetus (EY) N:o 809/2004.

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote, syyskuu 2011.

Valtiovarainministeriön tiivistelmä esitedirektiivin muutoksista, 31.12.2010.

Kirjanpitolaki (KPL).

IAS 1 (International Accounting Standard 1).

HE 32/2012.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 1606/2002/EY kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta.

HE 137/2004.

Rahoitustarkastuksen päätös Dnro 2/230/2005.

www.tekniikkatalous.fi/metalli/15+yhtiota+mieltii+listautumista+helsingin+pörssiin+kolmannes+kaivoksia/a856386

Valtiovarainministeriön tiedote 229/2012.

Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista

(*markkinoiden väärinkäyttö*). (U 59/2011 vp).

Komission direktiivi 2003/124/EY.

HE 254/1998.

NASDAQ OMX Press release January 19, 2012: NASDAQ OMX Helsinki Disciplinary Committee imposed a warning and a fine of EUR 20,000 to Tectia Corporation for breaching the Rules of the Stock Exchange.

Finanssivalvonnan standardi 5.2b: Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

1. Johdanto

Kaupankäynti julkisesti noteerattujen yhtiöiden arvopapereilla on kiinteä osa nykypäivän yhteiskuntaa. Muun muassa George Soros pitää pääoman vapaata liikkuvuutta maailmantalouden merkittävimpana peruspiirteenä¹, ja erityisesti rahoituspääoman tärkeyttä hän kuvaa seuraavasti:

”Rahoituspääomalla on oma erityisasemansa. Pääoma on liikkuvampaa kuin muut tuotannon osatekijät ja rahoituspääoma vielä suoria investointejakin liikkuvampaa. Rahoituspääoma menee sinne, mistä saa parhaimman tuoton, ja koska pääoma tuo mukanaan vaurautta, itsenäiset maat ovat valmiit kilpailemaan siitä. Näiden etujen tähden pääoma kasautuu rahoitusinstituutioihin ja julkisesti noteerattuihin monikansallisiin yhtiöihin, rahamarkkinoiden toimissa välittäjänä.”²

Tutkimukseni kohteena on edellä mainitun rahoituspääoman käyttäjien, sijoittajien, keskeinen toimintamahdollisuuden edellytys eli oikeus tietoon. Oikeudella tietoon tarkoitan lainsäädännön ja muiden normistojen turvaamaa mahdollisuutta perehtyä yhtiön historiaan, nykytilaan ja tulevaisuuden näkymiin. Ilman sääntömääräistä tiedottamista sijoittajat olisivat kuin ilman taskulamppua pimeässä metsässä harhailevia retkeilijöitä – perillekin voi löytää, mutta hyvin hankalaa se on.

Tieto itsessään on käsitteenä kiehtova – vaikka sen sisällön määrittelemineen tyhjentävästi on esimerkiksi filosofian saralla vuosituhansien varrella osoittautunut lähes mahdottomaksi, vallitsee sen merkityksestä lähes universaali yksimielisyys, jonka Jukka K. Korpela tiivistää osuvasti artikkelissaan ”Saako tieto suojaa?³”:

”Tietoa sanotaan usein ‘henkiseksi omaisuudeksi’, ja sitä on kutsuttu ‘neljänneksi tuotannontekijäksi’. Näiden metaforien takana on kuitenkin kova todellisuus: tieto on arvokasta, ja se voi olla jopa arvokkainta, mitä ihmisellä tai organisaatiolla on.”

Pidän itse erityisesti stoalaisesta tiedon määritelmästä, jonka mukaan tieto (epistēmē) on täydellisesti ymmärrettyjen käsitysten systemaattisesti järjestetty kokonaisuus.⁴ Ilman systemaattista järjestelmällisyyttä tieto nimittäin menettää merkityksensä, itse asiassa

1 Soros – Kansainvälisen kapitalismin kriisi, 1998, s. 19.

2 Soros – Kansainvälisen kapitalismin kriisi, 1998, s. 19.

3 Korpela – Saako tieto suojaa?, Oikeus 2/2009.

4 Toim. Korkman, Yrjönsuuri – Filosofian historian kehityslinjoja, 2008, s. 85.

jopa siinä määrin, että voidaan perustellusti kyseenalaistaa, onko käsillä oleva ”henkinen varallisuus” tietoa laisinkaan. Vähemmän vakuuttava on puolestaan stoalaisten näkemys siitä, että jos henkilön tietämyksessä on pieninkin puute, eli jos henkilö ei tiedä kaikkea tiedettävissä olevaa, hänellä ei ole tietoa, vaan pelkästään mielipiteitä ja käsityksiä, ja tällainen henkilö on kyseisen koulukunnan luokituksen mukaan kategorisesti hullu.⁵

Tutkimukseni etenee siten, että ensiksi käyn lyhyesti läpi osakeyhtiön keskeisimmät ominaispiirteet (toinen luku), jonka jälkeen keskityn julkisen osakeyhtiön (pörssiyhtiön) kannalta keskeiseen arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja erityisesti niin kutsuttuun Comply or Explain -periaatteeseen (kolmas luku). Osakeyhtiön ja erityisesti julkisen osakeyhtiön erityispiirteiden käsitteleminen työn aluksi luo pohjan pääasiallisesti yhtiön johdon ja osakkeenomistajien sekä mahdollisten tulevien osakkeenomistajien välille rakentuvan tiedonantovelvollisuuden, ja sen vastapoolina olevan tiedonsaantioikeuden, tutkimiselle. Corporate governance -itsesääntelyn lyhyt esittely on nähdäkseni tarpeellinen, sillä Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin rakentuminen edellä mainitun Comply or Explain -periaatteen varaan luo sijoittajan näkökulmasta tiedonsaantiin liittyviä riskejä.

Neljännessä luvussa käsittelem tiedonantovelvollisuutta teoreettisesta näkökulmasta sekä tiedonantovelvollisuutta ensimarkkinoilla. Viidennen luvun aiheena on säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus käydään läpi lainsäädännön tuntemien tiedotusväylien kautta, ja jatkuva tiedonantovelvollisuus pääasiallisesti kahden esimerkkitapauksen muovaaman oikeuskäytännön tutkimisen avulla. Säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden voidaan mielestäni yhdessä katsoa muodostavan sijoittajan tiedonsaantioikeuden kovan juridisen ytimen.

Kuudennessa luvussa käsitellään sisäpiirintietoa ja sen väärinkäyttöön liittyvää problematiikkaa. Sisäpiirintiedon yhteydessä käsitellään myös yhtä merkittävää kotimaista oikeustapausta (KKO 2006:110). Sisäpiirintietoa koskevassa luvussa pyritään piirtämään niitä rajaviivoja, jotka määrittelevät, millainen tieto on arvopaperimarkkinoilla sijoittajien vapaasti hyödynnettävissä.

5 Toim. Korkman, Yrjönsuuri – Filosofian historian kehityslinjoja, 2008, s. 85.

Tutkimukseni peruslähtökohtana on käsitys tiedonsaantioikeuden määrittymisestä tiedonantovelvollisuuksien kautta. Mielestäni tällainen tutkimustapa, jossa pyrin kuvaamaan tiedonsaantioikeutta jokaisen tiedonsaantikeinon vastinparina olevan velvollisuuden avulla, antaa käytännönläheisimmän ja selkeimmän kuvan tiedonsaantioikeuden käsitteestä.

Uusi arvopaperimarkkinalaki tuli voimaan 1.1.2013. Lain sisältöä muutettiin vanhasta laista muun muassa sillä tavoin, että osa vanhan lain sisällöstä siirrettiin omiin lakeihinsa. Tiedonantovelvollisuuden kannalta olennaisin muutos oli varmasti säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden pykälien selkeyttäminen ja lain yleisen helppolukuisuuden parantaminen. Tiedonantovelvollisuuksien otsikoiminen omiksi luvuikseen on periaatteellisesti merkittävä kannanotto sijoittajansuojan puolesta.

Uuden arvopaperimarkkinalain esitöistä käy ilmi lain tarkoitus löytää tasapaino yhtiöiden kannalta mahdollisimman houkuttelevan liiketoimintaympäristön ja kansainvälisesti kilpailukykyisen sijoittajansuojan kanssa. Se on myös askel kohti unionin tasolla tapahtuvaa syvenevää harmonisaatiota, mutta esitöissä korostetaan myös kotimaisen sääntelyn tärkeyttä:

”Arvopaperimarkkinoita koskevasta yksityiskohtaisesta EU-sääntelystä huolimatta kansallisella arvopaperimarkkinalainsäädännöllä on edelleen tärkeä merkitys kilpailukyvyllä. - - Arvopaperimarkkinalainsäädännön lähtökohtana tulee olla suomalaisilla markkinoilla toimivien edut.”⁶

Todellisuudessa kehitys tulee varmasti etenemään entistä enemmän EU-säännösten viitoittamaa tietä. Suomi on etäinen, pieni markkinapaikka, jonka on pyrittävä sopeutumaan mahdollisimman jouhevasti ympäröivän maailman muutoksiin, eikä taistella niitä vastaan. Näkisin tämän olevan lopulta myös suomalaisen sijoittajan etu.

6 HE 32/2012.

2. Mikä on osakeyhtiö?

Osakeyhtiö on oikeushenkilö, jonka perustamisen määrämuodoista, sekä toiminnan mahdollisuuksien ja rajoitusten peruslinjoista säädetään osakeyhtiölaissa. Oikeushenkilöllisyyteen sisältyy sekä oikeuskelpoisuuden että oikeustoimikelpoisuuden käsitteet. Oikeuskelpoisuus tarkoittaa sitä, että osakeyhtiö voi olla itsenäisesti oikeuksien ja velvollisuuksien subjekti. Osakkeen omistajat eivät siis vastaa henkilökohtaisesti yhtiön velvoitteista – tämä on olennainen elementti osakeyhtiöinstituution toimivuuden kannalta. Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu koskee vain osakkuuteen perustuvia tilanteita – jos osakkeenomistaja on muutoin erikseen sitoutunut yhtiön velvoitteeseen, esimerkiksi antamalla takauksen tai vakuusomaisuutta yhtiön puolesta, asia arvioidaan tällaiseen tilanteeseen liittyvien normaalien velvoiteoikeudellisten sääntöjen mukaan. Oikeustoimikelpoisuus puolestaan merkitsee sitä, että oikeushenkilöllä on oikeudellisesti arvioiden kyky itse määrätä oikeuksistaan ja velvollisuuksistaan.⁷ Osakeyhtiötä edustaa hallitus, ja juoksevilla asioissa yleistoimivaltansa nojalla toimitusjohtaja.⁸

Osakeyhtiö voi olla yksityinen (oy) tai julkinen (oyj). Julkisella osakeyhtiöllä tarkoitetaan pörssi-yhtiötä eli yhtiötä, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa ja jonka liikkeeseen laskema osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.⁹ Vanhan arvopaperimarkkinalain aikaan puhuttiin ”julkisesta kaupankäynnistä”, nyt siis kaupankäynnistä säännellyllä markkinalla. Yksityisen osakeyhtiön arvopapereita ei saa ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle.¹⁰ Yksityisen ja julkisen osakeyhtiön välillä on lisäksi eroja esimerkiksi vähimmäisosakepääomaa koskevien vaatimusten kohdalla. Vähimmäisosakepääoma on 2500 euroa yksityisen osakeyhtiön ja 80 000 euroa julkisen osakeyhtiön kohdalla.¹¹

Osakeyhtiön perustamiseksi on laadittava kirjallinen perustamissopimus, jonka kaikki osakkeenomistajat allekirjoittavat.¹² Osakeyhtiölain 2 luvun 2 pykälässä on tyhjentävä lista perustamissopimuksen vähimmäisisällöstä:

⁷ Reinikainen, Peltonen, Lydman – Uusi osakeyhtiölaki, 2007, s. 21-22.

⁸ Osakeyhtiölain 6 luvun 17 ja 25 pykälät.

⁹ Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 pykälä.

¹⁰ Osakeyhtiölain 1 luvun 1 pykälä.

¹¹ Osakeyhtiölain 3 pykälän 1 momentti.

¹² Osakeyhtiölain 2 luvun 1 pykälä.

”Perustamissopimuksessa on aina mainittava 1) sopimuksen päivämäärä; 2) kaikki osakkeenomistajat ja kunkin merkitsemät osakkeet; 3) osakkeesta yhtiölle maksettava määrä (merkintähinta); 4) osakkeen maksuaika; sekä 5) yhtiön hallituksen jäsenet.”

Perustamissopimukseen on saman pykälän toisen momentin mukaan liitettävä yhtiöjärjestys. Osakeyhtiölain 13 pykälässä on julkisille osakeyhtiöille asetettu lisäksi vielä erityisiä etuja ja kustannuksia koskeva ilmoitusvelvollisuus:

”Julkisen osakeyhtiön perustamissopimuksessa on mainittava perustamisesta yhtiölle aiheutuvat kustannukset tai niiden arvioitu enimmäismäärä sekä perustamissopimuksen allekirjoittaneille osakkeenomistajille mahdollisesti tulevat erityiset edut.”

Julkisille osakeyhtiöille on siis asetettu yksityisiin osakeyhtiöihin verrattuna korostettu avoimuusvaatimus, mikä on perusteltavissa pörssikaupankäynnin luotettavuuden vahvistamisella. Helsingin pörssillä (NASDAQ OMX Helsinki) on myös omat sääntönsä arvopapereiden liikkeellelaskijoille: tällaisia ovat sääntökokoelmia ovat ”Arvopaperipörssin säännöt” ja ”Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance)”. Arvopaperipörssin säännöissä todetaan muun muassa pörssin olevan puolueeton ja riippumaton markkinapaikka, ja että sen tulee toiminnallaan ylläpitää avointa, tasapuolista, informatiivista ja likvidiä markkinapaikkaa. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin tavoitteena puolestaan on, että suomalaiset listayhtiöt noudattavat korkeatasoista kansainvälistä hallinnointitapaa.¹³

Yhtiöjärjestys on osakeyhtiön kivijalka.¹⁴ Yhtiöjärjestyksen merkitys kasvaa sitä mukaa, mitä enemmän yhtiössä on osakkaita ja muita sidosryhmiä, sillä yhtiöjärjestys on osakeyhtiölain ohella keskeisin yhtiön sisäisiä suhteita määrittävä säännös. Yhtiöjärjestyksen minimisisältö määritellään osakeyhtiölain 3 pykälässä: *”Yhtiöjärjestyksessä on aina mainittava yhtiön: 1) toiminimi; 2) kotipaikkana oleva Suomen kunta; sekä 3) toimiala.”* Tämän minimivaatimuksen täyttäminen ei kuitenkaan käytännössä riitä isoissa, etenkin pörssi-, yhtiöissä, vaan yhtiöjärjestyksessä olisi hyvä määrätä mm. oikeudesta edustaa yhtiötä, hallituksen päätösvaltaisuudesta, äänestysrajoituksista ja yhtiökokouksen koollekutsumisesta. Puutteellisesti laadittu yhtiöjärjestys havaitaan usein vasta liian myöhään, silloin kun yritys on jo ajautunut

¹³ Arvopaperipörssin säännöt s. 5 ja Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin s. 6.

¹⁴ Pertti J. Siikarla – Osakeyhtiölaki & käytäntö, 2006, s. 32.

kriisitilanteeseen.¹⁵ Yhtiöjärjestyksellä on mahdollista tarkentaa yhtiön johdon eli hallituksen ja mahdollisten toimitusjohtajan ja hallintoneuvoston vastuualueita. Mahdollisimman tarkka tehtävien ja vastuiden määrittäminen helpottaa ratkaisujen tekemistä ongelmatilanteissa ja luo preventiivistä oikeussuojaa: yhtiön johdon voidaan olettaa olevan motivoituneempi sitoutumaan ”mustaa valkoisella” -tyylisiin sääntöihin kuin epämääräisiin kaunopuheisiin tai osakkeenomistajien ylöskirjaamattomiin oletettuihin päämääriin.

Perustamissopimuksen ja yhtiöjärjestyksen jälkeen osakeyhtiö on rekisteröitävä, jotta yhtiön voidaan katsoa syntyneen. Yhtiö rekisteröidään Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämään kaupparekisteriin. Yhtiön perustaminen raukeaa, jollei yhtiötä ole ilmoitettu rekisteröitäväksi kolmessa kuukaudessa perustamissopimuksen allekirjoittamisesta tai jos rekisteröiminen evätään. Rekisteröinnin epääminen voi tulla kysymykseen esimerkiksi silloin, jos rekisteröimisasiakirjoissa on puutteita, eikä niitä ole rekisteriviranomaisen antamassa määräajassa täydennetty. Ennen rekisteröimistä yhtiö ei voi hankkia oikeuksia eikä tehdä sitoumuksia eikä myöskään olla asianosaisena tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa. Yhtiön puolesta ennen sen rekisteröimistä tehdyistä toimista vastaavat toimesta päättäneet ja siihen osallistuneet yhteisvastuullisesti. Jos perustaminen raukeaa, hallitus, ja toimitusjohtaja, jos sellainen on valittu, vastaavat yhteisvastuullisesti merkityistä osakkeista maksetun määrän ja siitä saadun tuoton osakkeenomistajille.¹⁶ Yhtiön rekisteröitymisen jälkeen vastuu siirtyy yhtiölle.¹⁷

Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa kehitetyn päämies-agenttiteorian¹⁸ mukaan yhtiön osakkeenomistajat voidaan nähdä päämiehinä ja yhtiön johto puolestaan päämiehen eduksi toimivana agenttina. Agentin toiminnan tarkoitus on kirjoitettu osakeyhtiölain viidennessä pykälässä: ”Yhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa osakkeenomistajille, jollei yhtiöjärjestyksessä määrätä toisin.” Kyseisestä pykälästä käy ilmi paitsi osakeyhtiölain mukainen ainoa osakeyhtiön toiminnan tarkoitus, myös edeltävässä kappaleessa esitellyn yhtiöjärjestyksen tärkeys. Osakeyhtiölaki rakentuu liiketoiminnan joustavoittamiseksi pitkälti dispositiiviselle sääntelylle, mistä edellä

¹⁵ Pertti J. Siikarla – Osakeyhtiölaki & käytäntö, 2006, s. 33.

¹⁶ Reinikainen, Pelkonen, Lydman – Uusi osakeyhtiölaki, 2007, s. 40-41.

¹⁷ Osakeyhtiölain 2 luvun 10 pykälä.

¹⁸ Mähönen, Villa – Osakeyhtiö I, 2007, s. 86.

mainittu yhtiöjärjestyksen tarjoama poikkeamismahdollisuus on oiva esimerkki. Yhtiöjärjestyksessä ei voida kuitenkaan poiketa osakeyhtiölain tai muiden lakien pakottavista säännöksistä eikä siihen voida ottaa määräyksiä, jotka ovat hyvän tavan vastaisia.

Päämies-agenttiteorian olemassaoloa lain tasolla konkretisoiva kohta löytyy osakeyhtiölain kahdeksannessa pykälässä, jossa johdon tehtävän määritellään olevan seuraavan sisältöinen: ”Yhtiön johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua”. Osakeyhtiölain mukaan yhtiön johdon vastuu suhteessa kolmanteen edellyttää osakeyhtiölain tai yhtiöjärjestyksen rikkomista, pelkän edellä mainitun huolellisuusvelvollisuuden rikkominen ei synnytä vastuuta suhteessa kolmanteen.¹⁹ Yhtiön sisäisissä suhteissa huolellisuusvelvollisuuden laiminlyöminen sen sijaan voi aiheuttaa esimerkiksi vahingonkorvausvastuun aktualisoitumisen. Osakeyhtiöoikeus sijoittuu vahingonkorvausoikeudellisesti lakisääteisen eli lähinnä osakeyhtiölakiin ja vahingonkorvauslakiin perustuvan, ja sopimusperusteisen vahingonkorvauksen välimaastoon. Merkittävä osa yhtiön sisäisistä vastuusuhteista on sopimusperusteisia.²⁰

Jotta osakeyhtiön osakkeenomistajan tiedonsaantioikeutta voidaan alkaa syvällisemmin selvittämään, on aluksi tärkeä käydä läpi osakeyhtiön keskeisimmät ominaispiirteet. Erityisen olennaista on käsittää yhtiön johdon asema informaation tuottajana, ja sitä myöten sijoittajien tiedonsaantioikeuden kulmakivenä.

Osakeyhtiön johto voi tarkoittaa eri asiaa eri yhtiöissä. Pienissä yksityisissä osakeyhtiöissä voi olla pelkästään yhdenmiehen hallitus. Hallitus on osakeyhtiön ainoa pakollinen elin.²¹ Toimitusjohtaja ja hallituneuvosto ovat osakeyhtiölain mukaan vapaaehtoisia toimielimiä, joiden olemassaolosta voidaan määrätä yhtiöjärjestyksessä. Hallituksella on yleistoimivalta huolehtia yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallituksen keskeinen tehtävä on myös huolehtia siitä, että yhtiön kirjanpito ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti järjestetty.²² Kirjanpitoa koskevat säännökset ovat osin erilaiset yksityisillä ja julkisilla osakeyhtiöillä. Euroopassa on sisämarkkinoiden toimivuuden tehostamiseksi laadittu

19 Ari Savela – Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, 2006, s. 11.

20 Ari Savela – Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, 2006, s. 2.

21 Osakeyhtiölain 6 luvun 1 pykälä.

22 OYL 6 luvun 2 pykälä.

yhteisötasolla yhteiset IFRS (International Financial Reporting Standards) -standardit, joita eurooppalaisen listayhtiön tulee omassa konsernitilinpäätöksessään noudattaa.

Hallitus valitsee toimitusjohtajan.²³ Toimitusjohtajan yleisistä tehtävistä säädetään osakeyhtiölain 17 pykälässä:

”Toimitusjohtaja hoitaa yhtiön juoksevaa hallintoa hallituksen antamien ohjeiden ja määräysten mukaisesti (yleistoimivalta). Toimitusjohtaja vastaa siitä, että yhtiön kirjanpito on lain mukainen ja varainhoito luotettavalla tavalla järjestetty. Toimitusjohtajan on annettava hallitukselle ja sen jäsenelle tiedot, jotka ovat tarpeen hallituksen tehtävien hoitamiseksi.”

Hallituksen ja toimitusjohtajan tehtävät ovat siis osittain päällekkäiset. Tärkeä on kuitenkin huomata, että toimitusjohtaja on hallitukseen nähden alisteisessa asemassa, ja että hallituksella on harkintansa mukaan mahdollisuus muovata toimitusjohtajan toimivallan rajoja yhtiön intressien mukaisiksi:

”Toimitusjohtaja saa ryhtyä yhtiön toiminnan laajuus ja laatu huomioon ottaen epätavallisiin tai laajakantoisiin toimiin vain, jos hallitus on hänet siihen valtuuttanut tai hallituksen päätöstä ei voida odottaa aiheuttamatta yhtiön toiminnalle olennaista haittaa. Viimeksi mainitussa tapauksessa hallitukselle on mahdollisimman pian annettava tieto toimista.”²⁴

Hallituksella on myös oikeus erottaa toimitusjohtaja tehtävästään välittömin oikeusvaikutuksin.²⁵ Pääsääntöisesti voidaan siis todeta, että hallitus vastaa kauaskantoisista ja laajoista asiakokonaisuuksista ja toimitusjohtaja käsittelee ja hoitaa toimivaltansa rajoissa päivänpolttavia tehtäviä. Päämies-agenttiteorian voidaan nähdä toteutuvan tietyllä tavalla myös hallituksen ja toimitusjohtajan välisessä suhteessa.

Kolmas toimielin, joka voidaan määritellä yhtiön johtoon kuuluvaksi on hallintoneuvosto. Hallintoneuvoston voidaan tietyissä tehtävissä katsoa sijoittuvan osakeyhtiön johdon hierarkiassa hallituksen ja toimitusjohtajan yläpuolelle:

”Hallintoneuvosto valvoo hallituksen ja toimitusjohtajan vastuulla olevaa yhtiön hallintoa. Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että hallintoneuvosto valitsee

23 OYL 6 luvun 20 pykälä.

24 OYL 6 luvun 19 pykälä.

25 OYL 6 luvun 20 pykälän 3 momentti.

*hallituksen.*²⁶

Merkittävä hallintoneuvoston toimivallan rajoitus on kuitenkin kelvottomuus yhtiön edustamiseen. Hallintoneuvosto ei myöskään voi nimittää eikä erottaa toimitusjohtajaa, vaan tämä on yksinomaan hallituksen tehtävä. On myös tärkeä huomata, että hallintoneuvoston oikeus valita hallitus on olemassa vain, jos asiasta on nimenomainen säännös yhtiöjärjestyksessä.²⁷ Hallintoneuvoston tehtäväkentän ollessa näin suppeampi kuin hallituksen ja toimitusjohtajan, myös vastuutilanteet aktualisoituvat harvemmin. Periaatteessa hallintoneuvoston jäsenien vastuu määräytyy kuitenkin samojen sääntöjen mukaan kuin hallituksen ja toimitusjohtajankin. Mitä laajemmaksi hallintoneuvoston toimivalta on yhtiöjärjestyksessä määrätty, sitä tiukemmaksi vastuu sen jäsenille muodostuu.²⁸

26 OYL 6 luvun 21 pykälä.

27 OYL 6 luvun 21 pykälän 2 momentti, ja HE 2005:109 s. 88.

28 Ari Savela – Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, 2006, s. 216-217.

3. Arvopaperimarkkinoiden sääntely

3.1 Yleistä

Julkisia osakeyhtiöitä eli pörssiyhtiöitä sääntelee yhtäältä osakeyhtiöoikeus ja toisaalta arvopaperimarkkinaoikeudeksi kutsuttu oikeudenala. Arvopaperimarkkinaoikeuden sijoittuminen oikeustieteen systematiikassa ei ole yksiselitteinen. Argumentteja on esitetty sekä arvopaperimarkkinaoikeuden itsenäisen oikeusalan aseman puolesta että vastaan.²⁹ Sijoitettiinpa arvopaperimarkkinaoikeus sitten joko yhtiöoikeuden alle tai omaksi oikeudenalaksi, sen merkittävyys nykypäiväisessä markkinataloudessa on kiistaton: arvopaperimarkkinalaissa on runsaasti sellaista erityissääntelyä mikä ei koske yksityisiä osakeyhtiöitä, ja arvopaperimarkkinoihin liittyvää erityissääntelyä on esimerkiksi edeltävässä jaksossa mainituissa Arvopaperipörssin säännöissä sekä Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodissa. Arvopaperien vaihdannan erityissääntely on mainio esimerkki yhteiskunnan läpimarkkinaistumisesta. Läpimarkkinaistumisella tarkoitetaan yhteiskunnan instituutioiden muuttumista yhteiskunnan kehityksen mukana vastaamaan markkinoiden vaihdannaistumisen tarpeeseen.³⁰

Vuodenvaihteessa tuli voimaan arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistus, johon liittyen annettiin viime vuonna hallituksen esitys (HE 32/2012) eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi. Merkittävä muutos oli arvopaperimarkkinalain jakaminen useammaksi laiksi. Lainsäädäntömuutoksen tavoitteena on parantaa arvopaperimarkkinalainsäädännön ymmärrettävyyttä sekä selkeyttää lainsäädännön tavoitteita ja soveltamisalaa. Uudistuksella on myös tarkoitus päivittää kotimaista lainsäädäntöä EU-sääntelyn edellyttämälle tasolle. Arvopaperipörssistä, monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä ja osakekaupankäynnin läpinäkyvyydestä säädetään nykyisin *uudessa rahoitusvälineiden kaupankäynnistä annettavassa laissa*. Muita uusia lakeja ovat muun muassa *laki arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta* ja *sijoituspalvelulaki*.

29 Veikko Vahtera – Osakeomistuksen riski ja sääntely, 2011, s. 21-22.

30 Veikko Vahtera – Osakeomistuksen riski ja sääntely, 2011, s. 19.

Arvopaperimarkkinalakiin tehtyjen muutosten on määrä selkeyttää vallitsevaa oikeustilaa hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn sekä totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltojen osalta. Lain sanamuotoja on myös tarkistettu sillä tavalla, että ne vastaisivat entistä paremmin EU-säädösten tekstejä. Finanssivalvonnan toimivaltaa on uudessa sääntelyssä myös laajennettu, ja lisäksi uudella arvopaperimarkkinalailla on tarkoitus panna täytäntöön esitedirektiivin edellyttämät vaatimukset koskien esimerkiksi esitteen laatimisvelvollisuuteen liittyviä raja-arvoja.

Pörssi-yhtiöiden hallinnointijärjestelmä perustuu Suomen lainsäädäntöön, jota Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) täydentää. Koodi on laadittu noudatettavaksi niin sanotun Comply or Explain -periaatteen (noudata tai selitä -periaate) mukaisesti siten, että yhtiön tulee noudattaa koodin kaikkia suosituksia. Yhtiö voi kuitenkin poiketa yksittäisestä suosituksesta, jolloin sen on selostettava poikkeaminen ja sen perustelut. Selkeän ja kattavan perustelun voidaan katsoa vahvistavan luottamusta yhtiön tekemää ratkaisua kohtaan ja sen avulla osakkeenomistajat ja sijoittajat voivat arvioida poikkeamista.³¹ Koodin suosituksista voidaan osakkeenomistajan tiedonsaantioikeuden näkökulmasta mainita mm. suositus 54 (Selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä eli Corporate Governance Statement) ja suositus 55 (Sijoittajainformaatio internetsivuilla). Corporate Governance Statementia koskevan suosituksen mukaan yhtiön on annettava toimintakertomuksen yhteydessä selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä erillisenä kertomuksena. Sijoittajainformaation, eli esimerkiksi tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä yhtiökokouskutsun, pitämisen yhtiön internetsivuilla on koodin mukaan tapahduttava avoimesti ja selkeästi - ”sijoittajaystävällisellä tavalla”³².

Comply or Explain -periaatteen juuret ovat Iso-Britanniassa, jossa vuoden 1992 useiden yritysskandaalien jälkeen ryhdyttiin kehittämään käytäntöä, jolla voitaisiin ehkäistä markkinoiden väärinkäytöksiä.³³ Silloiseen Cadbury Codeen (nykyisin The UK Corporate Governance Code) sisällytettiin sääntömääräinen menetelmä, jossa yhtiöiden oli joko noudatettava Cadbury Coden sääntöjä tai perusteltava osakkeenomistajille,

31 Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 6

32 Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi, s. 25.

33 Seidl, Sanderson, Roberts – Applying ”Comply-or-Explain ”: Conformance with Codes of Corporate Governance in the UK and Germany, 2009, s. 3.

miksi yhtiö katsoi parhaaksi poiketa kyseisistä säännöistä. Tänä päivänä Comply or Explain -periaatteella on vahva asema Euroopan sisämarkkinoilla – vuonna 2006 se sisällytettiin EU-direktiiviin, ja kaikkien yhteisön alueella rekisteröityjen yhtiöiden on sitä noudatettava.

3.2 Comply or Explain -periaate

Comply or Explain -periaatetta on perusteltu kolmella perustekijällä, jotka tekevät siitä sopivamman tavan säännellä yhtiöiden hallintoa kuin perinteisempien sääntelykeinojen. Ensinnäkin päätöksentekovalta säilyy yhtiön johdon ja osakkeenomistajien käsissä. Useimmissa tapauksissa hyvän hallinnon päämääräinen tarkoitus on suojella yhtiön ja sen omistajien pitkän tähtäimen etua, joten voidaan pitää perusteltuna, että oikeus päättää, kuinka tuohon tavoitteeseen on järkevintä pyrkiä, on yhtiöllä ja sen omistajilla itsellään. Toiseksi yhtiöiden välillä on suuria eroja esimerkiksi koossa, toimialoissa ja omistajarakenteissa, joten ajatus siitä, että kaikille yhtiöille optimaalisin ratkaisu löytyy samoja hallintomääräyksiä noudattaen, on epärealistinen. Comply or Explain -periaate on antaa liikkumavaraa juuri tällaisen nykyaikaisen liike-elämän kirjon tarpeisiin. Kolmanneksi periaatteen tarjoama joustovara mahdollistaa sen, että hallinnointikoodeihin voidaan asettaa entistä korkeammat vaatimustasot. Lakeihin asetetaan usein minimikriteerit tietyille toiminnoille, jotta vaatimukset eivät muodostuisi epäoikeudenmukaisiksi tai tarpeettoman raskaiksi, mutta koska hallinnointikoodeista voidaan poiketa Comply or Explain -periaatteen tarjoamalla tavalla, koodeihin voidaan asettaa markkinajohtajien taseisia standardeja ja tällä tavoin inspiroida muitakin yhtiöitä entistä tehokkaampaan toimintaan.³⁴

Comply or Explain -periaatteen mukaisten säännöistä poikkeamisen ja niiden perustelemisen valvonta on markkinoiden, pääasiassa osakkeenomistajien vastuulla:

”The authenticity of such assessments is however for others to monitor and judge. The comply-or-explain principle relies upon third parties to provide such monitoring and thus enforce conformance with the code. In this case that third

³⁴ Sir Christopher Hogg - The ” Comply or Explain ” Approach to Improving Standards of Corporate Governance

party is, at aggregate level, the capital market, in the form of individual shareholders.”³⁵

Koska hallinnointikoodin säännöksiin säädetty poikkeamismahdollisuus on katsottu perustelluksi viime kädessä osakkeenomistajien edun vuoksi, on myös perusteltua olettaa, että he itse valvovat järjestelmän toimivuutta. Perusteettomien poikkeamisten uskotaan näkyvän negatiivisena muutoksena yhtiön osakekurssikehityksessä:

”It is assumed that shareholders will take the level of compliance into consideration when they make a decision to buy, sell, hold or vote. Accordingly, unjustified deviations from code provisions that appear significant to shareholders are expected to result in lower share prices.”³⁶

Seidl, Sanderson ja Roberts jakavat Comply or Explain -periaatteen soveltamistilanteet neljään eri luokkaan: 1) Hallinnointikoodin täydellinen soveltaminen; 2) Hallinnointikoodista täydellinen poikkeaminen; 3) Hallinnointikoodista osittainen poikkeaminen; 4) Epäselvän tai puutteellisen informaation tilanteet. Iso-Britannian hallinnointikoodissa on annettu ohjeistusta, kuinka poikkeamisen valvontaa tulisi käytännössä toteuttaa:

”In their responses to explanations, shareholders should pay due regard to companies’ individual circumstances and bear in mind, in particular, the size and complexity of the company and the nature of the risks and challenges it faces. Whilst shareholders have every right to challenge companies’ explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the ‘comply or explain’ process and bearing in mind the purpose of good corporate governance. They should put their views to the company and both parties should be prepared to discuss the position.”³⁷

Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodiin ei samanlaista ohjeistusta sisälly. Hallinnointikoodin noudattamisen valvonta ei kuitenkaan ole pelkästään osakkeenomistajien varassa. Helsingin pörssissä on NASDAQ OMX:n pohjoismainen markkinavalvonta yksikkö, jonka tavoitteena on ylläpitää markkinoiden luottamusta pörssiin. Markkinavalvontatoiminta (Surveillance) koostuu kolmesta

35 Seidl, Sanderson, Roberts – Applying ”Comply-or-Explain ”: Conformance with Codes of Corporate Governance in the UK and Germany, 2009.

36 Seidl, Sanderson, Roberts – Applying ”Comply-or-Explain ”: Conformance with Codes of Corporate Governance in the UK and Germany, 2009.

37 Financial Reporting Council – The UK Corporate Governance Code, 2010, s. 4

markkina- ja valvontayksiköstä, jotka sijaitsevat Tukholman, Kööpenhaminan ja Helsingin pörssissä. Edellä mainitut yksiköt koostuvat kahdesta toiminnosta: kaupankäynnin valvonnasta (Trading Surveillance) ja listayhtiöiden valvonnasta (Issuer Surveillance).³⁸ Markkina- ja valvonta julkaisee toiminnastaan kuukausittain raportin.

Osakkeenomistajien turvana voidaan katsoa toimivan lisäksi myös Pörssin kurinpitolautakunnan. Kurinpitolautakunta on Nasdaq OMX Helsingin ylin valvonnalliset seuraamukset päättävä toimielin.³⁹ Kurinpitolautakunnan kokoonpanoon kuuluu puheenjohtaja, varapuheenjohtaja ja kaksi muuta jäsentä. Kurinpitolautakunnan jäsenet nimitetään hallituksen toimesta kolmeksi kalenterivuodeksi kerrallaan. Kurinpitolautakunnan tuorein merkittävä päätös on annettu 14. päivä kesäkuuta 2012. Kyseisessä päätöksessä määrättiin Finnair Oyj:lle varoitus pörssin sääntöjen rikkomisesta:

”NASDAQ OMX Helsingin kurinpitolautakunta on määrännyt Finnair Oyj:lle (kaupankäyntitunnus: FIAIS) varoituksen pörssin sääntöjen rikkomisesta. Yhtiö ei noudattanut johdon etuuksien ilmoittamista koskevia Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin (Corporate Governance) suosituksia. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi on osa Arvopaperipörssin sääntöjä ja siten listayhtiöitä velvoittava.

Finnair Oyj julkisti 7.3.2012 taloudellisen katsauksen vuodelta 2011. Katsauksen osana olevassa palkka- ja palkkioselvityksessä yhtiö ilmoitti maksaneensa 15.2.2011 erityispalkkioita 18 avainhenkilölle. Maksettujen erityispalkkioiden määrä oli yhteensä noin 2,8 miljoonaa euroa ja kuuden yhtiön johtoryhmään kuuluneen osuus tästä noin 1,3 miljoonaa euroa. Finnair Oyj kertoi erityispalkkioiden perustuneen yhtiön hallituksen 29.9.2009 tekemään päätökseen, jolla yhtiön johtoryhmä ja keskeiset avainhenkilöt sitoutettiin yhtiöön syksyllä 2009 alkaneen ja vuonna 2011 päättyneen toimitusjohtajavaihdoksen siirtymäkauden ajaksi. Yhtiön selvityksen mukaan kyseessä on ollut toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi tehty kertaluonteinen palkkioratkaisu.

Helsingin Sanomat julkaisi 15.3.2012 artikkelin, jonka mukaan Finnair Oyj on jättänyt kokonaan ilmoittamatta toimitusjohtaja Mika Vehviläiselle vuonna 2009 maksetun 180 000 euron suuruisen korvauksen.

Etuuksista päätettäessä voimassa on ollut vuoden 2008 hallinnointikoodi, jonka suositukset ovat johdon palkkioiden ilmoittamisen osalta pääosin samansisältöiset nykyisen vuoden 2010 hallinnointikoodin kanssa.

Hallinnointikoodi edellyttää, että listayhtiön tulee ilmoittaa toimitusjohtajan ja

³⁸ www.nasdaqomx.com/listing/europe/surveillance/aboutsurveillance

³⁹ www.nasdaqomx.com/listing/europe/surveillance/helsinki

yhtiön muun johdon palkitsemisjärjestelmien periaatteet (vuoden 2010 hallinnointikoodin suositus 45, vuoden 2008 hallinnointikoodin suositus 43). Niin ikään toimitusjohtajan toimisuhteeseen kuuluvat taloudelliset etuudet tulee ilmoittaa yksityiskohtaisesti (vuoden 2010 hallinnointikoodin suositus 46, vuoden 2008 hallinnointikoodin suositus 44). Palkitsemista koskevat tiedot tulee julkistaa ajantasaisesti yhtiön internetsivuilla (vuoden 2010 hallinnointikoodin suositukset 55 ja 47, vuoden 2008 hallinnointikoodin suositus 52).

Kurinpitolautakunta katsoi, että johtoryhmälle maksetut erityispalkkiot ovat sellaisia johdon palkkiojärjestelmään lukeutuvia palkkioita, joiden periaatteet ja joita koskeva päätöksentekojärjestys tulee ilmoittaa. Maksettujen palkkioiden kuulumista raportoitaviin etuuksiin tulee arvioida Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin lähtökohtien, avoimeen ja sijoittajainformaation lisäämisen näkökulmasta. Palkkioilla on ollut merkitystä sijoittajien arvioon yhtiön omistaja-arvon kasvattamisesta ja yhtiön toiminnasta yleisemminkin. Etuuksien nimityksellä ei ole tältä osin merkitystä: hallinnointikoodissa edellytetään sekä palkkojen että palkkioiden kiinteitä ja muuttuvia osia koskevien periaatteiden ilmoittamista.

Kurinpitolautakunta totesi, että johdon erityispalkkioita koskevista periaatteista ja päätöksentekojärjestyksestä olisi tullut ilmoittaa yhtiön internetsivuilla. Lisäksi tiedot olisi sittemmin vuoden 2010 hallinnointikoodin voimaantultua tullut pitää saatavilla internetsivuilla palkka- ja palkkioselvityksessä. Yhtiö on kuitenkin ilmoittanut johtoryhmälle maksetuista palkkioista vasta keväällä 2012.

Niin ikään pörssin kurinpitolautakunta katsoi, että toimitusjohtajalle maksettua korvausta on pidettävä hallinnointikoodin mukaan raportoitavana toimitusjohtajan taloudellisena etuutena riippumatta siitä, onko toimitusjohtajan toimisuhte alkanut etuudesta päätettäessä tai sen maksuhetkellä. Finnair Oyj:n olisi tullut ilmoittaa Mika Vehviläiselle maksetusta korvauksesta hallinnointikoodin edellyttämällä tavalla yhtiön internetsivuilla.

Päätöstä harkittaessa kurinpitolautakunta on lähtenyt siitä, että ilmoittamatta jätettyjen etuuksien määrä on ollut huomattava. Laiminlyönnit ovat olleet sen laatuksia, ettei hallinnointikoodin osittainen tulkinnanvaraisuus voi vapauttaa yhtiötä vastuusta. Näin ollen yhtiö on laiminlyönyt hallinnointikoodin keskeisten velvoitteiden noudattamisen.

Pörssin kurinpitolautakuntakatsoi, että Finnair Oyj on rikkonut arvopaperipörssin sääntöjä, kun se ei ole julkistanut hallinnointikoodin edellyttämällä tavalla tietoja johdon palkitsemisesta. Kurinpitolautakunta määräsi rikkomuksesta yhtiölle seuraamukseksi varoituksen.”

Finnair Oyj:n edellä selostettu toiminta on kuin malliesimerkki Comply or Explain -periaatteen huomiotta jättämisestä. Yhtiö on poikennut hallinnointikoodin säännöistä, mutta ei ole selittänyt miksi. On yllättävää, että ulospäin näinkin yksinkertaisilta näyttävissä asioissa onnistutaan laiminlyömyään selkeää toimintavelvoitetta. Kyseinen toiminta herättääkin aiheellisesti kysymyksen, onko toiminta ollut aidosti puhdasta

piittaamattomuutta hallinnointikoodin säännöistä ja yleisistä arvopaperimarkkinaoikeudellisista periaatteista vai hälyyttävän huolimattomasta yhtiön johdon toiminnasta? Kumpikaan vaihtoehtoista ei ole johdon luotettavuuden kannalta kovinkaan mairitteleva. Mielestäni osakkeenomistajilla, ja pörssiyhtiöiden ollessa kyseessä sijoittajilla ylipäätään, on oikeus tietää täsmälleen yhtiön johdon palkkioiden määräytymisen perusteet ja edelleen tarvittaessa vaikka euromääräisesti johdon työstään saamat palkkiot. Kurinpitolautakunnan ratkaisu nostaa hyvin esiin kysymyksen sijoittajan tiedonsaantioikeuden ulottumisesta johdon palkitsemisjärjestelmään ja ohjaa osaltaan käytäntöä sijoittajaystävällisempään suuntaan.

4. Tiedonantovelvollisuudesta

4.1 Yleistä

”Oikeus tietoon on yksi yhteiskuntamme oikeuksien tukipilareista. Yhteiskuntamme toiminta perustuu tietoon sen kaikissa eri muodoissa, ja oikeus tietoon on tärkeä oikeushyvä demokraattisessa oikeusjärjestelmässä.”⁴⁰

Arvopaperimarkkinoilla toimivien kansalaisten on helppo allekirjoittaa edellä oleva lainaus. Oikean tiedon onkiminen yhtiön tilasta ja tulevaisuudennäkymistä kaiken nykypäivänä tulvivan informaatiovirran pyörteistä on rahanarvoista saalista. Vertauskuvallisen kalamiehen on pyrittävä erottelemaan kauppalehtien ynnä muiden ”klikkausmedioiden” kiisket todellisista arvokaloista. Tämä ei ole helppoa, mutta joka siinä onnistuu, nauttii mehevän illallisen.

Arvopaperimarkkinalain ja Arvopaperinpörssin sääntöjen tärkeimpiä asiakokonaisuuksia on listayhtiöitä koskeva tiedonantovelvollisuus. Listayhtiöiden arvopaperimarkkinalain mukainen tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa kahteen päävaiheeseen. Ensimmäisillä eli arvopaperien tarjoamis- ja listautumisvaiheeseen liittyy tiedonantovelvoitteita, jotka tiivistyvät listauksesta tai tarjouksesta tehtävään esitteeseen. Jälkimmäisillä listayhtiöitä velvoittaa jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus.⁴¹ Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata se, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävä ja oikea tieto pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskijasta ja pörssi-arvopaperista niin, että osakkeiden ja muiden pörssi-arvopaperien arvo voidaan perustellusti määrittää.⁴²

Informaatiosta voidaan katsoa muodostuneen ”voimavara, jonka perusteella taloudelliset toimijat voivat tehdä päätöksensä toimintansa taloudellisesta mielekkyydestä.”⁴³ Markkinoiden tehokkaana ja terveenä pitämisessä on erinomaisen tärkeää luoda arvopaperipörssistä puolueeton pelikenttä, missä toimijoilla on

40 Voutilainen – Oikeus tietoon: Informaatio-oikeuden perusteet, 2012, s. 5.

41 Jokela – Yhtiön tiedonantovelvollisuus ja esitevastuu listautumisessa, 2005, s. 18.

42 Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset 2007, s. 14.

43 Mika Korva – DL N:o 3/2004: Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena, s. 2.

lähtökohtaisesti yhtäläiset mahdollisuudet menestyä. Informaatiovoimavaran pelikentällä rajaviivat on piirrettävä arvopaperilainsäädännön ja alemmanasteisten normien, kuten pörssin sääntöjen, ja hallinnointikoodin avulla. Suomessa ei kuitenkaan tunneta mitään erityistä sijoittajan suojelemisen periaatetta, joten pelikentälle astuvan on syytä tiedostaa muun muassa väistämättöistä jonkinasteisesta informaatioepäsymmetriasta aiheutuvat arvopaperikaupan riskit.

Pörssin sääntöjen tiedonantovelvollisuutta koskevassa yleissäännöksessä (3.1.1) linjataan, että:

”Yhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava tieto päätöksistä ja muista seikoista tai olosuhteista, jotka ovat arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Näissä säännöissä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavalla tiedolla tarkoitetaan sellaista tietoa, jolla arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla voidaan olettaa olevan olennainen vaikutus yhtiön pörssi-arvopapereiden arvoon.”

Edellä oleva säännös tiivistää ytimekkäästi sijoittajan tiedonsaantioikeuden syvällisimmät intressit: tarpeen saada tietoa välittömästi, kun sitä on perusteltua antaa eli toisin sanoen silloin, kun yhtiö on riittävällä varmuudella pystynyt analysoimaan tiedon olevan olennaisuuskriteerin kynnyksen ylittävällä tavalla arvopaperin arvoon vaikuttavaa.

Taloustieteellisestä näkökulmasta tarkasteltuna pörssi-yhtiöiden ja sen osakkeiden vaihdannan sääntelyn keskeisimmiksi perusteiksi voidaan nostaa informaation epätäydellisyyden ja transaktiokustannusten aiheuttamien tehokkuustappioiden vähentäminen.⁴⁴ Edelleen Vahteran mukaan:

”Informaation epätäydellisyydestä ja siitä seuraavasta informaatioepäsymmetriasta voidaan johtaa sääntelylle yleisellä tasolla syvemmän analyysin pohjaksi kaksi keskeistä tehtävää, joiden tarkoituksena on täydellisen informaation puuttumisesta seuraavien tehokkuustappioiden pienentäminen: 1) Informaation tuottamisen sääntely, jolla pienennetään epätäydellisen informaation haittoja edellyttämällä pakottavasti säädettyä tietyn informaation vähimmäistason standardoitua tuottamista; 2) Informaatioepäsymmetrian tehokkuustappioiden pienentäminen, mikä tarkoittaa rajoituksia enemmän informaatiota omaavien tahojen mahdollisuuksiin hyödyntää tiedollista ylivoimaansa huonommin informoitujen toimijoiden kustannuksella ja paremmin informoiduille toimijoille asetettuja

⁴⁴ Vahtera – Osakeomistuksen riski ja sääntely, 2011, s. 46.

informaatiovelvollisuuksia informaatioepäsymmetrian pienentämiseksi.”

4.2 Tiedonantovelvollisuuden teoreettista taustaa

Huovisen mukaan pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta voidaan tarkastella *pistemäisen tiedotuskäsityksen* ja *prosessinomaisen tiedotuskäsityksen* näkökulmista. Pistemäisen tiedottamisen kategoriaan voidaan luokitella esimerkiksi yksittäisten pörssitiedotteiden julkaiseminen (ja ylipäätään kaikki säännöllinen informaatio), kun taas prosessinomaisessa tiedotuskäsityksessä tiedonantovelvollisuus nähdään laajana ja jatkuvana kokonaisuutena, jossa on eroteltavissa *aktiivinen* ja *passiivinen* tiedottaminen.

⁴⁵ Huovisen mielestä pörssiyhtiöiden tiedottamisessa on tärkeä siirtyä mahdollisimman prosessinomaiseen tiedottamiseen, sillä pelkällä tiedon määrän absoluuttisella lisäämisellä ei voida parantaa sijoittajien toiminnan tehokkuutta. Julkaistun informaation on oltava yhdistettävissä laajempaan kontekstiin ja tulkittavissa osana yhtiön historiaa ja tulevaisuutta. Olen Huovisen kanssa samaa mieltä siitä, että yhtiön julkaisemien yksittäisten tiedotteiden on aina oltava loogisesti yhdistettävissä yhtiön toiminnan päämääriin – vain tällä tavalla sijoittaja voi aidosti hahmottaa yhtiön todellisen markkinatilanteen. Huovinen puhuu tässä yhteydessä tiedon *jalostusarvosta*:

”Pelkällä tiedon lisäämisellä ei siis voida parantaa sijoittamisen tulosta. Siksi vaikka yhtiö olisi täyttänyt kaikki nykyiset tiedonantovelvoitteet, sijoittajalla ei silti olisi käytettävissä kaikkia tarpeellisia tietoja sijoituksen varmistamiseksi, koska liiketoiminnan kokonaisuus ja ymmärrettävyys eivät avaudu sijoittajille yksittäisten pörssitiedotteiden kautta. Jos yhtiön julkistaman pörssitiedotteen jalostusarvo on alhainen, siitä pääsevät hyötymään harvemmat kuin siinä tapauksessa, että se on pidemmälle jalostettu.”⁴⁶

Tiedon voidaan nähdäkseni siis ajatella jalostuvan sitä *arvokkaammaksi*, mitä paremmin se on yhdistettävissä yhtiön aiemmin julkaisemaan tietoon ja yhtiön tulevaisuuden suunnitelmiin. Sijoittajan kannalta optimaalinen tilanne on mielestäni ilman muuta mahdollisimman saumattomasti prosessinomaiseen informaatiovirtaan integroitunut pistemäinen informaatio. Pistemäisen informaation kategoriaan luokiteltavat tiedonantovelvollisuudet muodostavat arvopaperimarkkinoiden kiistattoman perustan,

⁴⁵ Huovinen – Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media, 2004, s. 75.

⁴⁶ Huovinen – Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media, 2004, s. 76.

mutta kun tavoitellaan optimaalista, jatkuvalla ja täsmälliselle tiedottamiselle perustuvaa asiointilaa, on Huovisen esittämä teoria prosessinomaisesta tiedotuskäsityksestä onnistunut esitys tiedonantovelvollisuuden laadullisesta *syventämisestä*. Prosessinomaisen tiedotuksen avulla pistemäiset informaatiolähteet integroituvat ideaalitalanteessa jämerämmin sijoittajien muodostamaan mahdollisimman kattavaan ja perusteelliseen kokonaiskuvaan yhtiön rakenteesta, asemasta, historiasta ja tulevaisuuden suunnasta.

Huovinen luonnehtii prosessinomaista tiedotuskäsitystä neljän eri ulottuvuuden avulla, joita ovat 1) tiedonantovelvollisuuden edellytysulottuvuus, 2) tiedonantovelvollisuuden olennaisuusulottuvuus, 3) tiedonantovelvollisuuden huoltoulottuvuus, 4) tiedonantovelvollisuuden ajallinen ulottuvuus.

Edellytysulottuvuudessa on kyse yhtiön sisäisen toiminnan järjestämisestä eli siitä, millaisilla käytännön toimilla yhtiön tulee järjestää tiedonantovelvollisuutensa täyttämisen. Edellytysulottuvuus on kiinteässä yhteydessä huoltoulottuvuuteen, joka puolestaan merkitsee, paitsi yhtiön ulkoisen toiminnan, myös tiedon sisällöllisen laadun arviointia. Tiedon olennaisuusulottuvuudessa Huovinen erottelee *systeemi-* ja *laatu*arvioinnin: systeemi-arvioinnin voidaan yleistäen sanoa kattavan kaiken ennakoita tiedossa olevan informoinnin – systeemi-arviointi on jatkuvan tiedonantovelvollisuuden säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen nivoutuva elementti. Laatu-arviointi puolestaan on jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta itseään täydentävä ominaisuus, joka käytännön elämässä useimmin ilmenee *tulosvaroituksen* muodossa.

Ajallinen ulottuvuus liittyy siihen problematiikkaan, *milloin* on syntynyt sellaista tietoa, johon sijoittajalla on oikeus, ja joka siten on julkaistava. Rajanveto tällaisissa tilanteissa on usein hyvin vaikeaa, kuten esimerkiksi 4.2.2 luvussa käsiteltävässä Nokian tapauksessa voidaan huomata. Ajallinen arviointi on kiinteästi sidoksissa olennaisuuskriteeriin, sillä julkaisukynnyksen ylittääkseen tiedon on yleensä oltava arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavaa. Pörssin normistoissa yleensä käytetty ilmaisu ”ilman aiheetonta viivytystä” on julkaisuvelvollisuuden ajallisen arvioinnin keskeinen lähtökohta. Kyseinen ilmaisu tarjoaa jonkin verran joustoa tiedon julkaisemisessa – ainakin sen verran, että yhtiölle syntyy mahdollisuus analysoida tietoa ennen julkistamisvelvollisuuden syntymistä. Tämäkin aika on kuitenkin hyvin rajoitettu,

kuten sekin huomataan edellä mainitussa luvussa käsiteltävässä tapauksessa.

4.3 Tiedonantovelvollisuus ennen listautumista

4.3.1 Tarjousesitteen laatimisvelvollisuus

Informaatioepäsymmetrian balansoimiseksi jo ennen kuin yhtiön arvopapereita otetaan pörssikaupankäynnin kohteeksi on säädetty arvopaperimarkkinalain tarjousesitteen laatimisvelvollisuus. Arvopapereiden tarjoajalla on velvollisuus laatia tarjousesite, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan niiden ottamista julkisen kaupankäynnin kohteeksi.⁴⁷ Uuden arvopaperimarkkinalain 3 luvun 6 pykälän mukaan:

”Esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa.”

Yhtiön hakiessa listautumista pörssiin, on esite juridisesti tärkein arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijaa koskeva informaatiolähde.⁴⁸ Yhtiön listautumisen yhteydessä tarjousesitteestä voidaan käyttää myös nimeä listalleottoesite. AML tuntee kuitenkin vain tarjousesite-termin.⁴⁹

Esitteen laatimisvelvollisuudesta on olemassa poikkeuksia. Vaikka esitettä ei poikkeussäännöksen nojalla tarvitsisikaan laatia, on kuitenkin noudatettava AML 1 luvun 4 pykälässä olevaa yleistä arvopaperitarjouksiin liittyvää tiedonantovelvollisuutta⁵⁰:

47 Arvopaperimarkkinalain 4 luvun 1 pykälä.

48 Jokela – Yhtiön tiedonantovelvollisuus ja esitevastuu listautumisessa, 2005, s. 22.

49 Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 15.

50 Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007 (huom. ko. teoksessa viittaus vanhaan lain kohtaan) s. 16.

”Joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3-9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.”

Poikkeukset voidaan jakaa yleispoikkeuksiin ja harkinnanvaraisiin poikkeuksiin. Yleispoikkeukset ovat sellaisenaan sovellettavia, mutta harkinnanvaraisiin poikkeuksiin on haettava lupaa Finanssivalvonnalta (entinen Rahoitustarkastus). Silloinkin, kun arvopapereita tarjoavalla on poikkeusmahdollisuus esitteen julkistamisesta, voi se silti esitteen laatia. Tätä mahdollisuutta kutsutaan opt-in -lausekkeeksi.⁵¹

Yleispoikkeuksesta säädetään uuden arvopaperimarkkinalain 4 luvun 3 pykälässä. Esitettä ei tarvitse laatia, jos arvopapereita tarjotaan yksinomaan arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetuille kokeneille sijoittajille tai heidän lisäksi tai ainoastaan alle 150 muulle kuin kokeneelle sijoittajalle ETA-valtiota kohden.⁵² *Kokeneen sijoittajan* -käsite on säädöksessä olennainen. Asemansa puolesta automaattisesti kokeneiksi sijoittajiksi voidaan luokitella suoraan luottolaitokset, sijoituspalveluyritykset, vakuutusyhtiöt ja rahastot. Kokeneiksi sijoittajiksi luokitellaan myös sijoituspalvelulain mukaiset muut ammattimaiset asiakkaat.⁵³

Harkinnanvaraisista poikkeuksista säädetään arvopaperimarkkinalain 4 luvun 5 pykälässä. Finanssivalvonta voi hakemuksesta myöntää osittain tai kokonaan poikkeuksen velvollisuudesta julkaista esite, jos arvopaperit, joita tarjotaan yleisölle tai joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi markkinalle haetaan, ovat:

”1) arvopapereita, joita tarjotaan julkisten ostotarjousten yhteydessä vaihtotarjouksena ja ostotarjouksen tekijä on julkaissut tarjouksesta 11 luvun 11 §:ssä tarkoitetun tarjousasiakirjan tai muun asiakirjan, jonka Finanssivalvonta katsoo sisältävän esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot ottaen huomioon Euroopan unionin lainsäädännön vaatimukset; tai 2) arvopapereita tarjotaan vastikkeena sulautumisen tai jakautumisen ja vastikkeen tarjoaja on julkaissut tarjouksesta asiakirjan, jonka Finanssivalvonta katsoo sisältävän esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot ottaen huomioon Euroopan unionin lainsäädännön vaatimukset.”

51 Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 17.

52 Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 17.

53 Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 5 pykälä.

Lisäksi Finanssivalvonta voi hakemuksesta myöntää osittain tai kokonaan poikkeuksen velvollisuudesta julkaista esite, jos säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi haetaan arvopapereita, jotka on jo otettu toiselle säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi edellyttäen, että:

”1) arvopaperit tai niiden kanssa samanlaiset arvopaperit ovat olleet yli 18 kuukautta mainitun kaupankäynnin kohteena; 2) arvopapereista on julkaistu tässä laissa ja komission esiteasetuksessa tarkoitettu esite tai ennen lain voimaantuloa arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2001/34/EY tarkoitettu listalleottoesite tai listalleottoesitettä koskeneiden vaatimusten mukaan tehty tarjousesite; 3) arvopaperien kyseisen kaupankäynnin kohteena olon edellytyksenä olevaa arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta on noudatettu; ja 4) se, joka hakee arvopaperien ottamista kaupankäynnin kohteeksi, julkaisee tämän luvun 9 §:ssä tarkoitetun ja komission esiteasetuksen mukaisen tiivistelmän ja tiedon siitä, missä arvopaperin liikkeeseenlaskijasta ja kyseisestä arvopaperista viimeksi julkaistu esite ja arvopaperin liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkaisemat taloudelliset tiedot ovat saatavissa.”

4 luvun 5 pykälän viimeinen poikkeusperuste koskee yleishyödyllistä ja voittoa tavoittelematonta toimintaa. Myös tällöin on huolehdittava siitä, ettei poikkeuksen myöntäminen vaaranna sijoittajien asemaa.

Edellä esitetystä selvityksestä havaitaan, että pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden laajuus määräytyy osittain yhtiön osakkeenomistajien ammattitaidon perusteella, sillä kokenutta sijoittaa ei tarvitse informoida samojen periaatteiden nojalla kuin kokematon. Myös AML 1 luvun 4 pykälän yleinen tiedonantovelvollisuus rajoittuu tietoihin arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tällaisina arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina seikkoina pidetään tietoja, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisinä ja riittävinä harkitessaan sijoituspäätöstä asianomaiseen arvopaperiin.⁵⁴

54 HE 38/2005, s. 28.

4.3.2 Tarjousesitteen sisältö

Komission esiteasetuksessa⁵⁵ säädetään esitteen sisällöllisistä vaatimuksista. Asetuksessa on erilaiset sisältövaatimukset eri sijoitusinstrumenteille. Osake-esitteille on asetettu tiukemmat tietosisältövaatimukset kuin esimerkiksi joukkovelkakirjaesitteille.⁵⁶ Esitteessä on asetuksen I-liitteen 1.1 -kohdan mukaan mainittava ”kaikki henkilöt, jotka ovat vastuussa perusesitteestä tai ainoastaan joistakin siinä esitetyistä tiedoista”. Vaatimus koskee niin luonnollisia kuin oikeushenkilöitäkin. Sijoittajan näkökulmasta olennaisinta tietoa on taloudellista asemaa koskeva informaatio. On tärkeä havaita, että taloudellista informaatiota koskeva pakottava sääntely suuntautuu ainoastaan menneeseen aikaan. Tulevaisuuden näkymistä ei ole asetuksen mukaan pakko kertoa.⁵⁷

Keskeisiä taloudellisia tietoja ovat esimerkiksi tilinpäätös- ja osavuosisikatsaustiedot ja taloudelliset ja osakekohtaiset tunnusluvut. Esitteessä on annettava tilintarkastajan tarkistamat taloudelliset tiedot vähintään kolmelta viimeksi kuluneelta tilikaudelta. Jos yhtiö on harjoittanut liiketoimintaa lyhyemmän ajan kuin kolme vuotta, vastaavat tiedot on annettava kyseiseltä ajanjaksolta. Pörssiyhtiön on annettava vähintään seuraavat tiedot: 1) tase, 2) tuloslaskelma, 3) selvitys, josta käyvät ilmi joko kaikki muutokset omassa pääomassa tai muut muutokset omassa pääomassa kuin ne, jotka johtuvat pääomatransaktioista omistajien kanssa ja voitonjaosta omistajille, 4) rahavirtalaskelma, 5) selvitys tilinpäätöksen laatimisperiaatteista ja liitetiedot. Esitteen sisältövaatimuksista ei siis ole tyhjentävää luetteloa, vaan liikkeeseenlaskijan on itse sijoittajien näkökulmasta arvioitava, mitkä tiedot ovat tarpeellisia.⁵⁸

Ennen kuin esitteen voi julkistaa, se on hyväksyttävä toimivaltaisella viranomaisella eli Suomessa Finanssivalvonnalla. Tarjous- ja listalleottoesitteiden tarkastaminen ja hyväksyminen on niin sanottua tiedonantovelvollisuuden etukäteisvalvontaa. Finanssivalvonta käy läpi, että esitteessä on ne tiedot, joita arvopaperimarkkinasäännöstö edellyttää. Esite on hyväksyttävä ellei se ole ilmeisen

⁵⁵ Komission asetus (EY) N:o 809/2004.

⁵⁶ Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 23.

⁵⁷ Komission asetus (EY) N:o 809/2004 I-liitteen 13.kohta.

⁵⁸ Jokela – Yhtiön tiedonantovelvollisuus ja esitevastuu listautumisessa, 2005, s. 36.

virheellinen tai puutteellinen. Finanssivalvonta ei kuitenkaan vastaa esitteessä olevien tietojen oikeellisuudesta, vaan tietosisällön oikeellisuudesta vastaa esitteen laatija.⁵⁹

4.3.3 TJ Groupin tapaukset

Helsingin hovioikeus on antanut vuonna 2004 päätöksen (S 01/3610), joka koskee listalleottoesitteessä annettuja tietoja. Tapauksessa TJ Group Oyj oli järjestänyt osakeannin vuonna 2000. Osakeannissa kolme kantajayhtiötä, joilla kaikilla oli sama toimitusjohtaja ja samat hallituksen jäsenet, merkitsi osakkeita kukin 352 000 euron arvosta. Listalleottoesitteessä oli kuitenkin virheitä: Ensimmäkin yhtiön tulos osaketta kohden oli esitteen mukaan ollut ajanjaksolla 6/1998 0,10 euroa ja toiseksi pääoma oli merkitty olevan osaketta kohden 1,13 euroa ajanjaksolla 6/1999. Oikeat luvut olivat olleet 0,01 euroa ja 0,13 euroa osakkeelta. Virheestä huomautettiin ja oikeat tiedot annettiin pörssitiedotteella osakeannin alkamispäivän aamuna 75 minuuttia ennen osakeannin alkamista kello 10:00. Kantajayhtiöt olivat kuitenkin seuraavana päivänä 8.2. merkinneet osakkeita edellä mainitulla summalla.

Kantajayhtiöt myivät osakkeensa helmikuun 22. päivän mukaisella kurssilla, mutta saivat osakkeista vain noin 245 000 – 247 000 euroa kukin. Yhtiöt vaativat TJ Groupilta vahingonkorvausta tiedonantovirheen perusteella. Kanne kuitenkin hylättiin niin Espoon käräjäoikeudessa kuin Helsingin hovioikeudessa, joka hyväksyi Espoon KO:n tuomion perusteluineen. Kumpikaan oikeusaste ei siis pitänyt uskottavana kantajayhtiöiden väitettä siitä, etteivät ne olisi saaneet tietoa esitteen virheiden korjaamisesta. Arviointiin vaikutti se, että kantajayhtiöiden toimitusjohtajaa oli KO:n mukaan pidettävä *ammattimaisena sijoittajana*. Lisäksi TJ Group oli ollut listattuna Helsingin pörssin new market -listalla jo 17.3.1999 alkaen, ja yhtiön toiminnasta ja osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista oli ollut ennen osakeantia saatavilla analyysseja. KO:n mukaan listalleottoesitteen tiedot eivät tällaisessa tilanteessa voineet olla huolellisen sijoittajan ainoa tietolähde sijoituksen kannattavuutta arvioitaessa. KO ei muutenkaan pitänyt esitteen virheitä kovin olennaisina sijoituspäätöksen kannalta. Perusteena oli se, että TJ Group oli IT-alan kasvuyhtiö ja sen houkuttelevuus

⁵⁹ www.finanssivalvonta.fi/valvonta/markkinavalvonta_ja_menettelytapavalvonta

sijoituskohteena oli perustunut lähinnä tulevaisuuden odotuksiin eikä niinkään historiallisiin tunnuslukuihin.

Toinen TJ Groupiin liittyvä oikeustapaus eteni korkeimpaan oikeuteen saakka (KKO 2009:1). A ja B olivat ennen TJ Group Oyj:n osakeantia ja -myyntiä, jossa he myivät yhtiön osakkeita ja yhtiö laski osakkeitaan liikkeeseen, listalleottoesitteessä esittäneet yhtiön tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja ja käyttäneet niitä sisäpiirintietona hyväkseen osakkeita myydessä syyllistyen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen ja törkeään sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Syyttäjät vaati A:lle ja B:lle rangaistusta arvopaperimarkkinoita koskevasta *tiedottamisrikoksesta* kertoen, että A ja B olivat yhtiön edustajina arvopapereiden ammattimaisessa markkinoinnissa elinkeinotoiminnassa sekä arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaneet yhtiön pörssitiedotteessa ja listalleottoesitteessä sekä sen liitteenä olleessa osavuosisikatsauksessa arvopaperiin liittyviä *totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia* tietoja yhtiön tulevaisuudennäkymistä ja tuloksesta sekä taloudellisesta asemasta. Käsittelen sisäpiirintiedon väärinkäyttämiseen liittyvää problematiikkaa tarkemmin jäljempänä olevassa luvussa.

Käräjäoikeus tuomitsi A:n ja B:n arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta kummankin sakkorangaistukseen. Käräjäoikeus katsoi tältä osin, että A ja B olivat aiheettomasti viivyttäneet TJ Groupin tulosvaroituksen antamista. Hovioikeudessa tuomiot kovenivat 2 vuoden ehdollisiksi vankeusrangaistuksiksi sekä A ja B tuomittiin menettämään valtiolle rikoksen tuottamana taloudellisena hyötynä 7 796 250 euroa. TJ Groupille langetettiin 50 000 euron yhteisösakko. Korkein oikeus myönsi asiassa valitusluvan ja toimitti suullisen käsittelyn 22.10.2008. Käsittely oli rajoitettu koskemaan rangaistuksen määräämistä A:lle ja B:lle hovioikeuden heidän syykseen lukemista rikoksista sekä rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn menettämistä koskevan vaatimuksen osalta oikeudellista kysymystä siitä, oliko arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen ja sisäpiirintiedon väärinkäytön tuottaman hyödyn ja samasta menettelystä mahdollisesti johtuvan vahingon välillä sellainen vastaavuus, joka A:n, B:n ja TJ Groupin viittaaman oikeuskäytännön mukaisesti estäisi hyödyn menetetyksi tuomitsemisen. Korkein oikeus muutti hovioikeuden tuomiota, ja A:lle ja

B:lle tuomitut vankeusrangaistuksen korotettiin 2 vuodeksi 4 kuukaudeksi vankeutta. TJ Groupille tuomittu yhteisösakko korotettiin 100 000 euroksi. Muilta osin hovioikeuden tuomio pysyi voimassa.

Koska korkeimman oikeuden käsittely rajoittui vain rangaistusten määräämiseen, tapauksen kannalta mielenkiintoisimmat kannanotot löytyvät hovioikeuden ratkaisusta. Hovioikeuden tuomion mukaan A ja B olivat, A TJ Groupin toimitusjohtajana ja hallituksen jäsenenä ja B yhtiön hallituksen puheenjohtajana, täyttäessään arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta tahallaan antaneet 26.1.2000 julkistetussa pörssitiedotteessa ja 2.2.2000 julkistetussa listalleottoesitteessä ja sen liitteenä olleessa osavuosikatsauksessa TJ Groupin tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, jotka olivat olleet omiaan olennaisesti vaikuttamaan paperin arvoon. Konsernin tulosta oli välitilinpäätöksessä 31.12.1999 perusteettomasti parannettu yhteensä 609 600 euron määrällillä virheellisillä kirjauksilla ja siten saatu tulos voitolliseksi. Jos kirjaukset olisi tehty totuudenmukaisesti, olisi kyseisen tilinpäätöksen tullut osoittaa tappiota 499 600⁶⁰.

28.3.2000 julkistetussa pörssitiedotteessa TJ Group oli hovioikeuden mukaan antanut totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja liittyen tekemäänsä yrityskauppaan. Tiedotteessa oli kerrottu TJ Groupin ostaneen Saksasta kannattavan yrityksen, jonka avulla yhtiö pääsisi laajentumaan Eurooppaan. A:n ja B:n tiedossa oli kuitenkin hovioikeuden mukaan ollut, että ostettu yritys oli raskaasti tappiollinen ja että konsernin tuloskehitys oli tappiollinen. Tiedotteessa oli siten kerrottu totuudenvastaisesti, että ostetun yrityksen liiketulos olisi ennakoitavissa positiiviseksi. Lisäksi tieto TJ Groupin nopeasta laajentumisesta koko Euroopan alueella oli katsottava harhaanjohtavaksi. Hovioikeuden mukaan tiedoilla oli ollut olennainen vaikutus TJ Groupin osakkeen arvoon, ja A:n ja B:n voitiin katsoa arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään tahallaan antaneen kyseenomaisia arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja.

Lisäksi A:n ja B:n katsottiin syyllistyneen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen 20.3 – 26.4.2000. Hovioikeuden mukaan A ja B olivat viimeistään 20.3.2000 tulleet tietoisiksi siitä, etteivät TJ Groupin aiemmin esittämät positiiviset

60 Korkein oikeus tosin katsoi tosiallisen tuloksen olleen tappiollinen noin 417 600 euron verran.

tulosennusteet olleet enää perusteltuja. Tästä huolimatta A ja B olivat tiedonantovelvollisuutta täyttäessään tahallaan antaneet pörssitiedotteessa 26.4.2000 yhtiön huhti-kesäkuun 2000 tuloksen voitollisuudesta totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja, joilla oli ollut olennainen vaikutus TJ Groupin osakkeen arvoon. A ja B olivat lisäksi jättäneet antamatta tulosvaroituksen ilman aiheetonta viivytystä eli heti 20.3.2000 jälkeen.

4.3.4 Uusi esitedirektiivi

Joulukuussa 2010 astui voimaan esitedirektiivin muutosdirektiivi (2010/73/EU)⁶¹, jonka tavoite parantaa sijoittajansuojaa, keventää liikkeeseenlaskijoiden hallinnollista taakkaa muun muassa tiedonantovelvollisuutta lieventämällä sekä täsmentää ja selkeyttää esitevelvollisuuden syntymistä koskevia vaatimuksia. Direktiivin tarkoituksena on keventää yrityksille aiheutuvia hallinnollisia rasituksia 25 prosentilla yritysten kilpailukyvyn parantamiseksi. Tämä keskeinen päämäärä on direktiivin mukaan kuitenkin toteutettava vaarantamatta sijoittajansuojaa ja arvopaperimarkkinoiden moitteetonta toimintaa unionissa.

Direktiivin muutokset on tullut saattaa voimaan kansallisesti 1.7.2012 mennessä.⁶² Suomessa esitedirektiivin voimaansaattaminen on liitetty arvopaperimarkkinain kokonaisuudistukseen. Keskeisiä muutoksia ovat direktiivin mukaisten raja-arvojen tarkistukset ja täsmennykset. Direktiivin mukaiset raja-arvot lasketaan nykyään koko ETA-alueelta. Esitevelvollisuutta ei ole, jos arvopapereita tarjotaan jäsenvaltiokohtaisesti alle 150 niin kutsutulle ei-kokeneelle sijoittajalle. Aiempi raja-arvo oli 100 sijoittajaa. Lisäksi kokeneen sijoittajan määritelmä on poistettu⁶³ siten, että sijoituspalvelun tarjoajien ja luottolaitosten tulee noudattaa tulevaisuudessa rahoitusvälineiden markkinat -direktiivin (2004/39/EY) mukaista asiakkaidensa

61 Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2010/73/EU arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun direktiivin 2003/71/EY ja säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY muuttamisesta.

62 Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote syyskuu 2011, s. 5.

63 Uuteen arvopaperimarkkinalakiin on kuitenkin sisällytetty kokeneen sijoittajan -käsite.

jaottelua ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin.⁶⁴ Edellisessä luvussa käsitelyihin yleisiin poikkeuksiin esitteen laatimisvelvollisuudesta tulee myös muutoksia muun muassa niin, että poikkeuksiin lisätään sulautumisten lisäksi yhtiön jakautumistilanteet. Esitteen sisältämän tiivistelmän sisältö ja tiivistelmän tarkoitus säännellään nykyistä yksityiskohtaisemmin. Direktiivissä luetellaan, mitä keskeisiä tietoja tiivistelmän tulee sisältää. Tarkoituksena on varmistaa, että sijoitusta harkitseva voi ymmärtää sijoituksen luonteen, samanlaisten eri sijoitustuotteiden keskinäinen vertaaminen helpottuisi, ja esitteiden tiivistelmät laadittaisiin mahdollisimman samanmuotoisiksi.⁶⁵ Esitedirektiivistä on myös poistettu listayhtiöiden velvollisuus julkistaa vuosittain niin sanottu vuosikooste julkistetuista tiedoista, koska vaatimus on päällekkäinen avoimuusdirektiivin tietojen saatavilla pitoa koskevien vaatimusten kanssa.

64 Valtiovarainministeriön tiivistelmä esitedirektiivin muutoksista, 31.12.2010, s. 1.

65 Valtiovarainministeriön tiivistelmä esitedirektiivin muutoksista, 31.12.2010, s. 2.

5. Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus

5.1 Yleistä

Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan listayhtiön säännöllisesti julkistamaa informaatiota sen tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluu tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen lisäksi tilinpäätöstiedote, osavuosikatsaukset, ja johdon osavuotiset selvitykset yhtiöiltä, jotka ovat tämän käytännön omaksuneet.⁶⁶ Jatkuvilla tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan yhtiön velvollisuutta julkistaa ja toimittaa ilman aiheetonta viivytystä asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.⁶⁷ Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistus selkeyttää arvopaperimarkkinalakia tiedonantovelvollisuuden osalta. Vanhassa arvopaperimarkkinalaissa edellä mainittuja tiedonantovelvollisuuksia koskevat pykälät oli lain rakenteellisen raskassoutuisuuden vuoksi vaikeampi löytää kuin 1.1.2013 voimaan tulleessa uudessa laissa.

Uudessa laissa jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskee lain kuudes, ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta seitsemäs, luku. Luvut on myös otsikoitu sisältöjään vastaaviksi ”Jatkuvaksi tiedonantovelvollisuudeksi” ja ”Säännölliseksi tiedonantovelvollisuudeksi”. Hallituksen esityksessä todetaankin, että lainsäädäntöuudistuksen tavoitteena on ”parantaa arvopaperimarkkinalainsäädännön selkeyttä ja ymmärrettävyyttä sekä selkeyttää lainsäädännön tavoitteita ja soveltamisalaa.” Lain aiempaa järjestelmällisemmällä rakenteella päästään näin myös tiedonantovelvollisuuden osalta aiempaa parempaan tilanteeseen.

Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus ovat velvollisuuksina luonteiltaan hyvin erilaisia. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus voidaan selkeästi jakaa eri osa-alueisiin edellä mainitulla tavalla, kun taas jatkuvan tiedonantovelvollisuuden käsite on

⁶⁶ Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 35.

⁶⁷ Parkkonen – Taloudellisen raportoinnin pörssisäädökset, 2007, s. 50.

huomattavasti tulkinnanvaraisempi:

”Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden keskeinen tietosisältö on yksityiskohtaisesti ja tarkkaan säädelty. Se on ensisijainen yhtiön arvonmäärityksen perusta. Jatkuva tiedonantovelvollisuus toimii sen ohella. Toinen ero näiden velvollisuuksien välillä on se, että säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee itse kassavirtaa ja yhtiön taloudellista kehitystä, kun taas jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee ensi sijassa itse liiketoimintaa lukujen takana.”⁶⁸

5.2 Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus perustuu arvopaperimarkkinalakiin, Valtiovarainministeriön asetukseen (538/2002), Kirjanpitolautakunnan yleisohjeeseen (29.10.2002) sekä yhteisöoikeuden ja kirjanpidon säännöksiin. Pörssiyhtiöiden on laadittava tilinpäätöksensä IFRS-säännösten mukaisesti. Jäsenvaltiot eivät lähtökohtaisesti saa säätää IFRS-tilinpäätöksestä poikkeavia tai sen ylimeneviä velvoitteita pörssiyhtiöille niiden soveltaessa IFRS-standardeja tilinpäätösten ja osavuosikatsausten laadinnassa.⁶⁹ Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat raportit luokitellaan helposti *sisäpiirintiedoksi* ennen niiden julkistamista. Tietojen sisäpiiriluonteen voidaan katsoa vaikuttavan niin, että yhtiö pyrkii julkistamaan tiedot mahdollisimman nopeasti.⁷⁰ Sisäpiirin sääntelyllä erotellaan *sallittu informaatioetu* ja *kielletty informaatioetu*.⁷¹ Ensiksi mainitulla tarkoitetaan sellaista toimijan tiedollista ylivoimaa muihin markkinaosapuoliin nähden, jota toimija saa hyödyntää toiminnassaan arvopaperimarkkinoilla. Kielletyllä informaatioedulla vastaavasti tarkoitetaan sellaista tiedollista ylivoimaa, jota ei saa hyödyntää markkinoilla toimiessa.

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa neljään alakategoriaan:

1) tilinpäätös, 2) toimintakertomus, 3) osavuosikatsaukset ja tilinpäätöstiedote ja 4) muu säännöllinen informaatio. Seuraavaksi käyn läpi nämä osakkeenomistajan tiedonsaannin kannalta kovin merkittävät informaatiolähteet pääpiirteissään.

⁶⁸ Huovinen – Katsauksia ja pienempiä kirjoituksia Lakimies 5/2005, s. 768-780.

⁶⁹ Karjalainen, Laurila, Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005, s. 104.

⁷⁰ Karjalainen, Laurila, Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005, s. 104.

⁷¹ Knuts - Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 9.

5.2.1 Tilinpäätös

Uuden arvopaperimarkkinalain 7 luvun 5 pykälän mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Tilinpäätöksen sisällölliset vaatimukset määräytyvät pörssiyhtiöillä IFRS-standardien mukaisesti. Vaikka lähtökohtaisesti kansallisesti ei saada säätää IFRS-standardeista poikkevia määräyksiä, voidaan kansallisesti kuitenkin asettaa tiettyjä lisätietovaatimuksia muun muassa sellaisissa asioissa, joista IFRS-standardeissa ei ole sääntelyä.⁷²

Tilinpäätöksen on annettava oikea ja riittävä kuva yhteisön taloudellisesta asemasta, taloudellisesta tuloksesta ja rahavirroista. IFRS-standardien noudattamisen ja lisätietojen antamisen tarvittaessa oletetaan johtavan oikean kuvan antavaan tilinpäätökseen.⁷³ Tilinpäätöskokonaisuuteen kuuluvat 1) tase; 2) tuloslaskelma; 3) laskelma oman pääoman muutoksista; 4) rahavirtalaskelma; ja 5) liitetiedot, joihin sisältyy yhteenveto merkittävistä tilinpäätöksen laatimisperiaatteista sekä muuta selventävää tietoa.⁷⁴ IFRS-sääntelyn tärkein tehtävä on tuottaa vertailukelpoista informaatiota yhteismarkkinoilla:

”The objective of financial statements is to provide information that is useful in making economic decisions. IAS 1’s objective is to ensure comparability of presentation of that information with the entity’s financial statements of previous periods and with the financial statements of other entities.”⁷⁵

IFRS-standardien olemassaolo ei ole pelkästään hyödyllinen vaan nykypäivän sijoittajalle jo lähes välttämätön sääntelymuoto, jolla mahdollistetaan sijoittajan keinot päästä käsiksi yhdenmukaisin kriteerein tuotettuun taloudelliseen informaatioon jäsenvaltioiden rajoista riippumatta. Tilinpäätös on kenties keskeisin kommunikointiväline yhtiön ja markkinoilla toimivien sijoittajien välillä:

”Financial statements are a central feature of financial reporting – a principal

⁷² Kirjanpitolaki 7a luvun 5 pykälä.

⁷³ IAS 1 Tilinpäätöksen esittäminen, kohta 13.

⁷⁴ IAS 1 Tilinpäätöksen esittäminen, kohta 8.

⁷⁵ IFRS Pocket Guide 2011, s. 3.

means through which an entity communicates its financial information to those outside it.”⁷⁶ Edelleen: ”How an entity presents information in its financial statements, for example, how assets, liabilities, equity, revenues, expenses, gains, losses and cash flows should be grouped into line items and categories and which subtotals and totals should be presented, is of great importance in communicating financial information to those who use that information to make decisions (e.g., capital providers).”

5.2.2 Toimintakertomus

Toimintakertomuksen laatimisvelvollisuudesta on säädetty kirjanpito- ja osakeyhtiölaissa, sekä arvopaperimarkkinasäännöstöissä. Kirjanpitolain 3 luvun 1 pykälän mukaan pörssiyhtiön on laadittava toimintakertomus, jossa arvioidaan kirjanpitovelvollisen toiminnan laajuuteen ja rakenteeseen nähden tasapuolisesti ja kattavasti merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä sekä muita kirjanpitovelvollisen liiketoiminnan kehittymiseen vaikuttavia seikkoja samoin kuin sen taloudellista asemaa ja tulosta. Toimintakertomus sisältää useimmiten toimitusjohtajan katsauksen, liiketoiminnan keskeisimmät avainluvut kuten esimerkiksi liikevaihdon ja liikevoiton muutokset sekä liiketoimialakohtaisen katsauksen. Kirjanpitolain mukaan toimintakertomuksessa tulee esittää tiedot olennaisista tapahtumista tilikaudella ja sen päättymisen jälkeen ja arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä. Kirjanpitolautakunnan mukaan toimintakertomuksen tulee täyttää samat kielelliset kriteerit kuin tilinpäätöksenkin, ja lisäksi toimintakertomuksen tunnuslukujen ja toimialakohtaisten jaotteluiden on oltava yhdenmukaiset tilinpäätöksessä esitettyjen tietojen kanssa.⁷⁷ Toimintakertomus on sijoittajalle hyvin tärkeä dokumentti, sillä siinä on mahdollista kertoa kuluneen tilikauden tapahtumista myös sanallisesti eikä pelkästään numeroilla kuten varsinaisessa tilinpäätöksessä.

VMA:ssa (153/2007) on myös säännöksiä toimintakertomuksessa esitettävistä tiedoista. Asetuksen mukaan toimintakertomuksen tulee sisältää tiedot muun muassa tilauskannasta, osakekohtaisesta tuloksesta, osingosta ja tunnuslukujen laskentakaavoista. Toimintakertomus julkaistaan yleensä yhtenä dokumenttina

⁷⁶ Mackenzie, Chamboko, Coetsee, Colyvas, Njikizana, Hanekom – 2012 Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards, 2012, s. 39.

⁷⁷ Parkkonen 2007, s. 38.

tilinpäätöksen kanssa siten, että toimintakertomus on sijoitettu alkuun ja sen perässä on varsinainen tilinpäätös. Toimintakertomus otsikoidaan usein ”Hallituksen toimintakertomukseksi” kuvastaen sen antajaa. Toimitusjohtaja antaa usein oman katsauksensa yhtiön tilanteesta tilinpäätöksen julkistamisen yhteydessä. Tämä lieneekin yhtiön edun kannalta suotavaa, sillä toimitusjohtajan osakkeenomistajille suunnatussa kirjoituksessa on mahdollista luoda luottamusta herättävää yhteenkuuluvuuden tunnetta ja uskoa tulevaan. Viime aikojen markkinamyllerryksessä tämän kaltaisilla seikoilla on korostuneen keskeinen merkitys. Sijoittajat ovat epäileväisempiä, arvaamattomampia ja pelokkaampia kuin ennen vuonna 2008 alkanutta finanssikriisiä.

5.2.3 Osavuosikatsaukset ja tilinpäätöstiedote

Osavuosikatsauksista puhuttaessa siirrytään väistämättä *kvartaalitalouden*, tuon kärkkäitä mielipiteitä provosoivan, 2000-luvun talouselämän ominaispiirteen alueelle. Viime aikoina talouspoliittisissa keskusteluissa on esitetty enenevässä määrin kritiikkiä osavuosikatsausten taloutta vääristävästä vaikutuksesta – siitä kuinka neljännesvuosittain julkaistava informaatio kannustaa tavoittelemaan ainoastaan lyhyen tähtäimen sijoituskohteiden löytämistä pitkäaikaisten, tervettä talouskehitystä tukevien sijoitusvalintojen sijaan. Yhtä kaikki, osavuosikatsaukset ovat keskeinen väline osakkeenomistajille ja potentiaalisille uusille sijoittajille hankkia informaatiota yhtiön tilan arvioimiseksi.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on laadittava osavuosikatsaus kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan.⁷⁸ Osakkeiden liikkeeseenlaskijan noudatettava *kvartaaliraportointia* julkaisemalla osavuosikatsaus tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta.⁷⁹ Uudessa arvopaperimarkkinalaissa säädetään, että osavuosikatsauksen on annettava oikea ja riittävä kuva liikkeesenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Osavuosikatsauksen laadinnassa on noudatettava samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksessä, ja osavuosikatsauksessa esitettävien tietojen

⁷⁸ AML 2 luvun 5 pykälä.

⁷⁹ Parkkonen 2007, s. 44.

on oltava vertailukelpoisia edellisen tilikauden vastaavan katsauskauden tietoihin.⁸⁰

Osavuositarkastus jaetaan niin voimassaolevassa arvopaperimarkkinalaissa kuin hallituksen esityksessäänkin *selostusosaan* ja *taulukko-osaan*. Selostusosassa annetaan yleiskuvaus katsauskauden aikaisesta taloudellisesta toiminnasta ja asemasta. Siinä on käytävä läpi kyseisen kvartaalin aikana tapahtuneet investoinnit, tuloskehityksen ja asiakasvirtojen muutokset ynnä muut sellaiset sijoittajille olennaiset seikat, jotka voivat vaikuttaa ulkopuolisen käsitykseen yhtiön arvosta. Selostusosassa on lisäksi selostettava liikkeeseenlaskijan toiminnan ja tuloksen kannalta olennaisia katsauskauden jälkeisiä tapahtumia sekä liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista.⁸¹

Keskeiset osavuositarkastusten laadintaperusteet sisältyvät IAS 34 -asetukseen⁸² ja IFRS-standardeihin. Osavuositarkastuksessa on aina mainittava, onko se laadittu IFRS-standardien kirjaamis- ja arvostusperiaatteita noudattaen tai IFRS-standardien mukaisesti noudattaen IAS 34 -standardia.⁸³ IAS 34 määrittelee vähimmäistason osavuositarkastuksen sisällölle:

The interim financial report should include:

- 1) a statement of comprehensive income (and separate income statements, where applicable) for the current interim period and cumulatively for the current financial year to date, with comparative statements of comprehensive income for the comparable interim periods (current and annual reporting period to date) of the immediately preceding financial year;*
- 2) a balance sheet (statement of financial position) as at the end of the current interim period and as at the end of the immediately preceding financial year;*
- 3) a statement of changes in equity, showing changes in equity cumulatively for the current financial year, with a comparative statement for the comparable year-to-date period of the immediately preceding financial year*
- 4) a cash flow statement cumulatively for the current financial year to date, with a comparative statement for the comparable year-to-date period of the immediately preceding financial year.*⁸⁴

Uusi arvopaperimarkkinalaki pysyi samansisältöinen vanhan lain kanssa *johdon osavuotisen selvityksen* osalta. Johdon osavuotinen selvitys on osavuositarkastukselle

⁸⁰ HE 32/2012 III Osa 7 luvun 11 §.

⁸¹ Karjalainen, Laurila, Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005, s. 108.

⁸² Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 1606/2002/EY kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta.

⁸³ Parkkonen 2007, s. 44.

⁸⁴ PwC – Illustrative interim financial information 2011, s. 4.

vaihtoehtoinen informointikeino. Mikäli yhtiö ei julkaise osavuositilikaudesta tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, sen on ennen tilikauden alkamista julkistettava tieto siitä sekä perusteet julkistamatta jättämiselle. Edellä mainitussa tilanteessa on lisäksi julkaistava johdon osavuotinen selvitys, jossa on annettava yleiskuvaus yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella julkistamisajankohtaan asti. Lisäksi selvityksessä on käytävä ilmi merkittävimmät liiketoimet sekä niiden vaikutukset yhtiön taloudelliseen asemaan. Johdon osavuotisessa selvityksessä on siis annettava käytännössä samat tiedot kuin osavuositilikaustuksen selostusosassa. Kyseisen selvityksen laatimista ja sisältöä koskevat edellä kuvatut vaatimukset on sijoitettu uuden lain 7 luvun 14 pykälään.⁸⁵

5.2.4 Muu säännöllinen informaatio

”Muun säännöllisen informaation” -käsitteen alle jää muun muassa edellä käsitellyssä uutta esitedirektiiviä koskevassa luvussa (2.1.4) mainittu vuosikoosteen laatiminen. Esitedirektiivin muutoksen myötä vuosikoosteen laatiminen määräytyy nykyisin niin kutsutun avoimuusdirektiivin⁸⁶ tietojen saatavilla pitoa koskevien määräysten mukaisesti. Uuden arvopaperimarkkinalain myötä *velvollisuus* vuosikoosteen laatimiseen on kuitenkin poistunut. Vuosikoosteeseen voidaan koota tiedot edellisen tilikauden aikana julkistetuista tiedotteista. Sijoittajalle vuosikooste on oiva apuväline seuloa takautuvasti yhtiön aiemmin julkaisemaa informaatiota koskien esimerkiksi yrityskauppoja ja lainanottoja. Samat tiedot toki löytyvät perin juurin selvitettyinä osavuositilikaustuksista ja tilinpäätöksistä, mutta vuosikoosteen avulla yhtiöön perehtymätön sijoittaja saa nopeasti kokonaiskuvan tilikauden merkittävimmistä tapahtumista. Esimerkkinä otteita Fiskars Oyj:n vuosikoostesta tilikaudelta 2011:

”Fiskars Oyj Abp julkaisi vuonna 2011 alla luetellut pörssitiedotteet. Kaikki tiedotteet ja raportit ovat luettavissa konsernin internet-sivuilla www.fiskarsgroup.fi.

15.2.2011 Fiskars-konsernin Wärtsilä-osakkeiden myynti saatu päätökseen – hallitus ehdottaa varsinaiselle yhtiökokoukselle ylimääräistä osinkoa 1,30

⁸⁵ HE 32/2012.

⁸⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

euroa/osake.

8.7.2011 Fiskars myy Silvan Karnellille.

10.8.2011 Fiskars on sopinut 100 miljoonan euron valmiusluotosta.

11.8.2011 Fiskars aloittaa omien osakkeiden hankinnan.”

Vuosikoostetta silmäilemällä sijoittaja voi havaita sijoituspäätöksen muodostamisessa olennaisen tapahtuman, perehtyä sen taustoihin ja analysoida sen seurauksia. Fiskarsin vuosikoosteen lukenut sijoittaja voi esimerkiksi alkaa pohtia, miksi yhtiö on myynyt liiketoimintakokonaisuuden eikä ostanut sellaista, tai mitä yhtiö omien osakkeidensa hankinnalla oikein ajaa takaa.⁸⁷

5.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden määritelmä pysyy uudessa arvopaperimarkkinalaissa lähes samanlaisena kuin vanhassa laissa. Uuden lain 6 luvun 4 pykälässä säädetään, että kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeesenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeesenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon. Vanhassa laissa on julkistamiseen liittyvä ero siinä, että liikkeesenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle *julkisenkaupankäynnin järjestäjälle* edellä mainitut seikat.

Arvopaperipörssin säännöissä on lisäksi samansisältöinen määräys 3.1.1 -kohdassa:

”Yhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava tieto päätöksistä ja muista seikoista tai olosuhteista, jotka ovat arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Näissä säännöissä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavalla tiedolla tarkoitetaan sellaista tietoa, jolla arvopaperimarkkinalain tarkoittamalla tavalla voidaan olettaa olevan olennainen vaikutus yhtiön pörssi-arvopapereiden arvoon.”

⁸⁷ Ks. Omien osakkeiden hankinnan erilaisista mahdollisista intresseistä *Malmivaara – Omien osakkeiden hankinta* teoksessa Huhtamäki, Reijonen – Rahoitus- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisia kirjoituksia, 2002.

Mikäli jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta laiminlyödään esimerkiksi jättämällä ilman aiheutonta viivytystä julkaisematta arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia tietoja, on käsillä *informaatiohäiriötilanne*.⁸⁸ Informaatiohäiriöstä voitaneen puhua myös silloin, jos yhtiö julkaisee tarpeettoman paljon ”vähämerkityksellistä informaatiota”, ja heikentää näin sijoittajan mahdollisuuksia saada yhtiön tilanteesta *olennaisia* tietoja.

Yhtiön julkaiseman tiedon on oltava oikeaa, merkityksellistä ja selkeää, eikä se saa olla harhaanjohtavaa. Tärkeä on myös vaatimus, että tiedot on julkistettava ilman aiheutonta viivytystä, ellei toisin ole nimenomaisesti todettu. Verkkoyhteiskunnan⁸⁹ edellyttämien tarpeiden mukaisesti yhtiöllä on oltava internetsivusto, jolla yhtiön pörssiyhtiöille asetetun tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistamien tietojen on oltava saatavilla vähintään kolmen vuoden ajan.⁹⁰ Taloudellisten katsausten on oltava saman sääntökohdan mukaan saatavilla vähintään viiden vuoden ajan. Mielestäni taloudellisten tietojen saatavilla pitoaika voisi olla viittä vuotta pidempi, kenties jopa kymmenen vuotta. Sijoittajan muodostaessa kokonaisvaltaista kuvaa yhtiön historiasta, on viisi vuotta useissa tapauksissa liian lyhyt aika.

Pörssi voi hyväksyä yhtiön kirjallisen hakemuksen perusteella yksittäisen poikkeuksen näiden sääntöjen mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta, mikäli pörssi voi ennen poikkeuksen myöntämistä vakuuttua siitä, että 1) poikkeus ei vaaranna sijoittajien asemaa, ja; 2) poikkeus ei olisi arvopaperimarkkinalain tai muiden lakien vastainen, ja; 3) tiedon julkistaminen olisi yleisen edun vastaista tai tiedon julkistamisesta olisi yhtiölle olennaista haittaa, tai; 4) mikäli Finanssivalvonta on myöntänyt asiaa koskevan poikkeuksen arvopaperimarkkinalain nojalla.

Käyn jatkuvan tiedonantovelvollisuuden käsitettä läpi kahden tapauksen avulla. Toisessa on kyse Helsingin pörssin kurinpitolauslautakunnan päätöksestä määrätä Tectia Oyj:lle varoitus ja kurinpitomaksu pörssin sääntöjen rikkomisesta, ja toisessa tapauksessa käsitellään silloisen Rahoitustarkastuksen, nykyisen Finanssivalvonnan, Nokialle antamaa julkista huomautusta. Tapaukset eroavat sisällöllisesti olennaisesti toisistaan, sillä Tectian tapauksessa on kysymys *negatiivisen*, aiempia ennusteita huonomman, tiedon antamatta jättämisestä, kun taas Nokian kohdalla kyseessä on

88 Korva – Vahingonkorvaus informaatiohäiriön seurauksena, DL N:o 3/2004, s. 4.

89 Saarenpää – Verkkoyhteiskunnan oikeutta – Johdatusta aiheeseen, 2000, s. 4.

90 Arvopaperipörssin säännöt 3.1.6, 2012.

jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alaisen *positiivisen*, ennakoitua paremman, tiedon antamisen laiminlyönnistä. Molemmissa tapauksissa yhtiöt ovat jättäneet antamatta *tulosvaroituksen*, vaikka sellaisen antamiseen olisi pörssin valvontaelinten mukaan ollut aiheutta.

5.3.1 Tulosvaroitukset

Tulosvaroituksen antaminen on keskeinen kommunikointiväline yhtiön halutessa kertoa tilanteiden muuttumisesta sijoittajille. Tulosvaroituksen antaminen ei luonnollisestikaan ole kiinni pelkästään yhtiön vapaasta harkinnasta ja halusta informoida sijoittajia, vaan Finanssivalvonnan standardi 5.2b:n 5.8 luvun 64 kohdan mukaisesti ”*muutos liikkeeseenlaskijan ennakoidussa tuloksessa, taloudellisen aseman kehityksessä tai tulevaisuudennäkymissä tulee julkistaa tulosvaroituksena ilman aiheetonta viivytystä, jos muutos on omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon*”.

Tulosvaroitukset terminä huokuu tietynasteista uhkaa ja negatiivisuutta, mutta käsite kattaa todellisuudessa myös hyvien uutisten kertomisvelvollisuuden:

*”Tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuus koskee tilanteita, joissa tulos, taloudellinen asema tai tulevaisuuden näkymät ovat odotettua heikompia tai joissa ne ovat odotettua parempia.”*⁹¹

Tulosvaroituksesta on myös käytävä selvästi ilmi, että kyseessä on tulosvaroitukset eikä jokin muu tiedote:

*”Tulosvaroitukset on annettava selkeästi. Sitä ei saa kätkeä muun julkistetun informaation yhteyteen. Kun tulevaisuutta koskevia arvioita muutetaan, tulosvaroituksesta tulee ilmetä sekä aikaisemmin julkistettu arvio että siihen tehdyt muutokset. Muutokset on myös perusteltava.”*⁹²

Muutosten perustelevuus on lähestulkoon itsestään selvä osa hyvää tiedotuskäytäntöä. Markkinat tarvitsevat toimiakseen tietoa paitsi asiointilasta itsestään myös sen taustalla

⁹¹ Finanssivalvonnan standardi 5.2b 5.8 luvun 67 kohta.

⁹² Leppiniemi, Lounasmeri – Yritysrahoitus, internet-teos, 11 luvun tulosvaroitusta koskeva kappale.

olevista tekijöistä – senhetkisen todellisuuden rakennusaineeksista.

Osakemarkkinoilla neljännesvuosi voi toisinaan osoittautua liian pitkäksi raportointiväliksi. Pörssiyhtiön näkymissä voi tapahtua yllättäviäkin muutoksia suuntaan tai toiseen ja avoimien markkinoiden henkeen kuuluu tällaisista muutoksista ilmoittaminen. Tärkeä kriteeri tulosvaroituksen antamisvelvollisuuden aktualisoitumiselle on muutos yhtiön aiemmin *julkistetusti* ennakoidusta asiointilasta tai kehityksestä:

”Tulosvaroitusta perustuu siihen, mitä liikkeeseenlaskija on itse aiemmin julkisesti ennakoanut tai mitä liikkeeseenlaskijan aikaisemmin julkistamista tiedoista voidaan perustellusti päätellä. Finanssivalvonta katsoo, että kun liikkeeseenlaskija on julkistanut tulevaisuudennäkymiä, sen tulee seurata niiden toteutumista huolellisesti ja mahdollisimman ajantasaisesti. Mikäli liikkeeseenlaskijan kehitys raportointikaudella poikkeaa siitä, mitä se on aikaisemmin julkisesti ennakoanut, liikkeeseenlaskija arvioi, onko vallitseva markkinatilanne huomioon ottaen perusteltua pysyä aiemmin julkistetuissa näkymissä. Jos on todennäköistä, että näkymistä poikettaisiin olennaisesti, liikkeeseenlaskijalle syntyy velvollisuus antaa tulosvaroitusta.”

Jos yhtiö ei ole julkistanut aiemmin arviota tulevaisuudennäkymistään, arvioidaan tulosvaroituksen antamisvelvollisuutta standardin mukaan tapauskohtaisesti.

5.3.2 Nokian tapaus

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kannalta hyvin mielenkiintoinen tapaus on Rahoitustarkastuksen (nykyinen Finanssivalvonta) toukokuussa 2005 Nokia Oyj:lle antama julkinen huomautus (Dnro 2/230/2005) tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä:

”Rahoitustarkastus antaa Rahoitustarkastuksesta annetun lain (587/2003) 25 §:n nojalla Nokia Oyj:lle (jäljempänä Nokia ja yhtiö) julkisen huomautuksen siitä, että Nokia on laiminlyönyt arvopaperimarkkinalain (jäljempänä AML) 2 luvun 7 §:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden noudattamisen jättämällä ilman aiheetonta viivytystä julkaisematta ennakkotietoa ennustamaansa paremmista vuoden 2004 viimeisen vuosineljänneksen aikana toteutuneista liikevaihto- ja tulokertymistä. Ennakkotiedon julkistamisvelvollisuus syntyi viimeistään

14.1.2005.”

Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin voisi kenties olettaa koskevan vain yhtiön kannalta negatiivisten tietojen ”pimittämistä”, mutta kuten edellä olevasta päätöksestä ja aiemmassa luvussa käsitellystä Finanssivalvonnan standardista käy ilmi, velvollisuus ilmoittaa olennaisista tiedoista koskee myös niin sanotusti ”hyviä uutisia”.

Nokia oli kertonut 27.1.2005 julkistamassaan tilinpäätöstiedotteessa, että vuoden 2004 viimeisen neljänneksen liikevaihto oli 9,1 miljardia euroa ja osakekohtainen tulos 0,23 euroa. Osakekohtainen tulos oli ylittänyt lähes 30 prosentilla yhtiön 14.10.2004 julkistaman osavuositarkastuksen yhteydessä antaman osakekohtaisen tulosarvion. Liikevaihtokin oli ylittänyt 500 miljoonalla eurolla yhtiön 14.10.2004 antaman arvion. Tapauksessa on siis kysymys siitä, olisiko Nokian pitänyt ilmoittaa ennustamaansa paremmista tuloksesta ja liikevaihdosta aikaisemmin kuin vasta 27.1.2005 julkistamassaan tilinpäätöstiedotteessa. Huovisen mukaan⁹³ Rahoitustarkastuksen päätöksen arvioinnissa on otettava huomioon kaksi keskeistä seikkaa: ensinnäkin, oliko tieto, jonka Nokia jätti julkistamatta, olennainen, ja toiseksi, viivyteltiinkö tiedon julkistamisessa.

Nokian oma kanta käy ilmi sen 28.4.2005 päivätyssä Rahoitustarkastukselle annetussa vastineessa, jonka keskeinen sisältö Rahoitustarkastuksen päätösasiakirjan mukaan oli seuraava:

”Yhtiö kertoo kantanaan ennakkotiedon antamatta jättämiselle sen, että yhtiöllä ei ollut juridista velvollisuutta ennakkotiedon antamiselle. Yhtiön mukaan ennakkotiedon antaminen pelkästään käytettävissä olevin tiedoin olisi antanut yhtiön taloudellisesta tilanteesta epätäydellisen kuvan tavalla, joka olisi voinut hämmäntää tiedonsaajaa enemmän kuin tiedon antamatta jättäminen.”

Hallituksen esityksen⁹⁴ mukaan yhtiöllä on velvollisuus edeltävän kaltaiseen *itsearviointiin* tiedottamisen tarpeellisuudesta:

”Julkistamisvelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijan päätöksiä ja muita liikkeeseenlaskijan toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Koska säännöksellä ei ole tarkempaa sisältöä,

⁹³ Huovinen – Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena Lakimies 5/2005, s. 2.

⁹⁴ HE 137/2004.

liikkeeseenlaskijan on itse arvioitava, mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.”

Tiedonantovelvollisuuden täyttämistä tai täyttämättä jäämistä arvioitaessa on lisäksi ensiarvoisen tärkeää kiinnittää huomiota samaisen hallituksen esityksen ohjeistukseen:

”Säännös edellyttää päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakkoharkintaa, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä arvioitaessa säännöksen noudattamista.”

Arvioinnissa on siis keskityttävä ainoastaan päätöksentekohetkellä tapahtuneeseen harkinnan oikeellisuuteen siitä, onko yhtiön johdolla oleva tieto julkistamisvelvollisuuden alaista olennaista sijoittajainformaatiota. Jos jälkeempään havaitaan, että tällainen tieto olisi olennaisesti vaikuttanut sijoittajien päätöksentekoon, jää tämä seikka tiedonantovelvollisuuden kannalta irrelevantiksi, jos yhtiön johto on perustellusti tullut päinvastaiseen lopputulokseen jättäessään julkaisematta yhtiötä koskevaa informaatiota.

Yhtiön johdon päätöksentekoprosessin keskeinen laatustandardi on Yhdysvalloista peräisin oleva niin kutsuttu *business judgement rule*. Business judgement rule -periaatteen ydin on se, ettei yhtiön johto voi joutua korvausvastuuseen asianmukaisesti käsitellyistä ja valmistelluista liiketoimintaratkaisuksista, vaikka ne osoittautuisivatkin jälkikäteen epäonnistuneiksi.⁹⁵ Business judgement rule -periaatteen voidaan katsoa, tietyin poikkeuksin, olevan voimassa myös Suomessa.⁹⁶

5.3.2.1 Olennaisuuskriteerin arviointia

Kyseisessä tapauksessa Nokian näkemys tiedon olennaisuudesta oli seuraavanlainen:

”Nokia arvioi jatkuvasti markkinoiden tiedontarvetta sekä seuraa analyyttikkojen arvioita yhtiön kehityksestä ja markkinoiden reaktioita julkistettuihin tietoihin. Näin pyritään selvittämään, mitä tietoa sijoittajat pitävät olennaisena ja mikä on

⁹⁵ Norros – Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla, 2009, s. 507, alaviite 1623.

⁹⁶ Savela- Vahingonkorvaus osakeyhtiössä, 2006, s. 90.

heidän mielestään oikeaa ja riittävää tietoa perustellun arvion tekemiseksi yhtiön toiminnasta ja sen tulevasta kehityksestä. Nyt käsiteltävässä tilanteessa Nokia katsoi, asiaa huolellisesti harkittuaan ja ulkoisia asiantuntijoita kuultuaan, että markkinat tarvitsivat tietoa myös Nokian tulevasta kehityksestä muodostaakseen perustellun arvion yhtiön toiminnasta, ja ettei pelkkä historiatieto siten yksinään täyttänyt arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n olennaisuuskriteeriä.”⁹⁷

Rahoitustarkastuksen kanta puolestaan oli, että tiedon voitiin katsoa olleen omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon:

”Tukea tiedon olennaisuuden arvioinnille voi hakea esimerkiksi siitä, miten sijoittajat tai muut markkinatoimijat ovat aikaisemmin reagoineet liikkeeseenlaskijan julkistamiin vastaavankaltaisiin tietoihin. Kyseisessä tapauksessa yhtiön osakekohtainen tulos ylitti lähes 30%:lla tulosennusteen. Vastaavasti liikevaihto ylitti yli 5%:lla yhtiön antaman ohjauksen. Tällaisten poikkeamien voidaan jo sellaisenaan olettaa olevan olennaisesti yhtiön hintaan vaikuttavia.”

Tärkeä perustelu on myös Rahoitustarkastuksen viittaus Nokian aiempaan tiedotuslinjaan:

”Lisäksi yhtiö on aikaisemmin muuttanut antamiaan ennusteita joko tulosvaroituksena tai ennakkotietona. Tällöin sen osakkeen kurssi on reagoinut annettuun tietoon tavalla, joka voidaan katsoa olennaiseksi. Näin ollen Rahoitustarkastuksen kannan mukaan olisi vuoden 2005 ennakkotietokin pitänyt katsoa tiedoksi, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon.”

Huovisen tulkinnan⁹⁸ mukaan olennaisuuskriteeriä arvioitaessa on tukea haettava *common law* -oikeusjärjestelmille tyypillisestä *all things considered* -ajattelusta. Sen mukaan kvantitatiivisilla kriteereillä ei voida muodostaa aukotonta tulkintaa informaation olennaisuudesta, vaan niitä voidaan käyttää ainoastaan tietynlaisena olennaisuuden indisiona. Numeraalisia faktoja on aina tulkittava osana laajempaa, yhtiö- ja toimialakohtaista kokonaisuutta. Olen samaa mieltä Huovisen kanssa siitä, että tiedon olennaisuutta arvioitaessa on erittäin tärkeää suhteuttaa tiedon merkitys yhtiön kokonaiskuvaan.

⁹⁷ Rahoitustarkastuksen päätös Dnro 2/230/2005.

⁹⁸ Huovinen – Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena, Lakimies 5/2005, s. 3.

5.3.2.2 ”Ilman aiheetonta viivytystä”

Tiedottamisen asianmukaista ajankohtaa koskevassa arvioinnissa Nokian ja Rahoitustarkastuksen näkemykset poikkesivat myös selvästi toisistaan. Nokia arvioi muun muassa, että positiivisen informaation julkaisukynnys on negatiivista korkeampi:

”Tilanne on jonkin verran erilainen riippuen tietojen luonteesta. Markkinoiden yllättäminen positiivisesti ei yleensä aiheuta kielteisiä reaktioita tiedottamisen ajoituksen suhteen. Tulevan kehityksen arvioimisen kannalta positiivinen poikkeama tarvitsee kuitenkin enemmän selityksiä ja taustatietoja mahdollisen liiallisen markkinainnostuksen estämiseksi. Liiallinen negatiivinen reaktio oikenee helpommin kuin kontrolloimaton innostus yhtiön pystyessä tuottamaan lopulliset ennusteensa.”

Näkemyksistä, että positiivinen informaatio tarvitsee enemmän analysointia ennen julkistamista kuin negatiivinen, on paitsi kiehtova, myös sijoittajien edun kannalta perusteltavissa oleva ajatus. ”Markkinainnostusta” ehkäisevä linjaus yhtiön tiedottamisessa on kuitenkin monisyinen ja sijoittajien tiedonsaantioikeuden kanssa poikkiteloin asettava toimintamalli.

Vilpittömin mielin tapahtuva ”sijoittajien holhoaminen” edellä kuvatulla tavalla on ajatuksena kaunis, ja parhaimmillaan markkinoita vakauttava toimintatapa. Ongelmallista siinä on sen markkinoita manipuloiva vaikutus, mikä sotii avoimuudelle rakentuvan kaupankäynnin perustavanlaatuisia periaatteita vastaan. Markkinainnostuksen kontrolloinnin vaikutuksia on tutkittu muun muassa Jon D. Hansonin (Harvard Law School) ja Douglas A. Kysarin (Yale Law School) toimesta:

”We believe that market outcomes frequently will be heavily influenced, if not determined, by the ability of one actor to control the format of information, the presentation of choices, and, in general, the setting within which market transactions occur. Once one accepts that individuals systematically behave in nonrational ways, it follows from an economic perspective that others will exploit those tendencies for gain.”⁹⁹

Tieto, tai tarkemmin ottaen tiedon kontrollointi ja muokkaaminen, on edellä olevan kappaleen valossa valtaa myös osakemarkkinoilla. Mikäli pörssiyrityksillä olisi vapaus

⁹⁹ Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar – Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, 1999, s. 105.

valikoida julkistamansa toimintaansa ja taloudellista asemaansa koskevat tiedot, olisivat markkinaolosuhteet luonnollisesti ”tavalliselle tallaajalle” sietämättömät. Rahoitustarkastuksen huomautuksen aiheellisuuden perusteet kumpuavatkin syvältä talousjärjestelmämme perustuksista saakka – järjestelmän uskottavuuden ja toimivuuden perusedellytysten suojaaminen on ensiarvoista suhteessa yksittäistapauksessa mahdollisesti perusteltavissa oleviin toimintavaihtoehtoihin.

Tutkimuksessa on perehdytty kiehtovalla tavalla ihmisten taipumukseen toimia *järjestelmällisesti* epärationaalisella tavalla:

”For the past few decades, cognitive psychologists and behavioral researchers have been steadily uncovering evidence that human decisionmaking processes are prone to nonrational, yet systematic, tendencies. These researchers claim not merely that we sometimes fail to abide by rules of logic, but that we fail to do so in predictable ways.”

Tällaisen epäloogisen käyttäytymisen on nähty osakemarkkinoilla toimivien henkilöiden keskuudessa ilmenevän muun muassa virheellisenä itseluottamuksena (*false self-confidence*), perusteettomana optimismina (*optimistic bias*) ja kognitiivisena dissonanssina (*cognitive dissonance*).¹⁰⁰ Nokian tiedotuslinjaa kyseessä olevassa tapauksessa voidaan mielekkäästi perustella edellä lueteltujen ilmiöiden ehkäisemiseksi.

Positiivisen informaation julkaisemista voi siis hyvinkin olla perusteltua lykätä, ainakin siihen saakka, että tiedon oikeellisuudesta voidaan olla riittävän varmoja. Virheellistä itseluottamusta ja perusteetonta optimismia tutkittaessa on havaittu, että ihmisillä, ikää ja älykkyydosamäärää katsomatta, on taipumus automaattisesti muovata omaa toimintaansa koskevaa arviointia positiivisempaan suuntaan kuin objektiivisesti ajateltuna on aiheellista:

”There is growing evidence that we are naively and stubbornly optimistic at heart, regardless of how well informed we are. For instance, respondents in one study, although correctly estimating that fifty percent of American couples end up in divorce, estimated their own chance of divorce at zero. Similarly, college students are six times more likely to think they will have above average job satisfaction than below average. They are also about six times more likely to think they will own their own homes, two times more likely to think they will have a mentally

100Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar – Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, 1999, s. 124-128.

gifted child, seven times less likely to think they will have drinking problems, and nine and one-half times less likely to think they will divorce soon after marriage. Overoptimism such as this is present not just among freshman and honeymooners; it exists even in the world of professionals. More generally, it is not limited to any particular age, sex, education level or occupational group. In short, it appears that most people are overconfident with regard to future life events, even when they understand the actuarial probabilities of such events.”¹⁰¹

Edellä esitettyjen tutkimustietojen valossa on sijoittajien edun kannalta erinomaisen tärkeää, että yhtiöiden julkaisema informaatio on kiihkottoman objektiivista, sillä hatarille, irtonaisille faktan palasille, ja hätäisille johtopäätöksille perustuva tiedotuspolitiikka voi lietsoa markkinoilla perusteetonta optimismia, mikä puolestaan koituu ennemmin tai myöhemmin sijoittajien omaksi vahingoksi.

Rahoitustarkastus on tulkinut tiedon julkistamisvelvollisuutta tavalla, joka on mielestäni perusteltavissa ennen kaikkea sillä, että yksikään markkinoilla toimiva yhtiö ei voi itse määrittää, milloin se haluaa olennaista informaatiota julkaista. Nokian kanta on kyllä perusteltavissa sijoittajien suojelulla, mutta Rahoitustarkastuksen näkemyksen taakse löytyy koko osakemarkkinainstituution toimivuutta koskevia seikkoja:

”Julkistaminen on tehtävä ilman aiheetonta viivytystä heti, kun säännöksen tarkoittama päätös on tehty tai seikka on tullut liikkeeseenlaskijan tietoon. Liikkeeseenlaskijan tietoon seikan katsotaan tulleen, kun toimitusjohtaja tai yksikin sen hallituksen jäsen on tiedon saanut. Aiheellinen viivytys julkistamisessa voi olla esimerkiksi kun jonkun yksittäisen tiedon luotettavuus pitää varmistaa. Aiheellinen viivytys ei sen sijaan ole esimerkiksi tilanne, jossa liikkeeseenlaskija alkaa yksityiskohtaisesti analysoida syitä taloudellisen asemansa muuttumiseen tai jää odottamaan jonkun tulevan seikan toteutumista tai ilmenemistä. Liikkeeseenlaskija ei voi myöskään itse päättää, milloin ja missä yhteydessä se olennaisen tiedon julkistaa.”

Rahoitustarkastuksen linjaus, ettei ”yksityiskohtainen taloudellisen aseman muuttumisen analysointi” ole aiheellinen peruste viivytellä informaation julkaisemisessa, on mielenkiintoinen. Eikö sijoittajien kuitenkin lähtökohtaisesti nimenomaan kuuluisi saada perin juurin analysoitua aineistoa päätöksentekonsa tueksi? Ymmärrän, ettei informaation merkityksen jokaista nyanssia voi jäädä määrittelemättömän pituiseksi ajaksi pohtimaan, mutta Rahoitustarkastuksen yksiselitteinen sanojen asettelu aiheuttaa minussa kummaksuntaa. Näkisin, että

¹⁰¹Jon D. Hanson & Douglas A. Kysar – Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation, 1999, s. 125.

mahdollisimman yksityiskohtainen taloudellisen tilanteen arviointi ennen minkäänlaista julkista tiedotetta, on ilman muuta parempi vaihtoehto kuin mahdollisesti virheellisen kuvan antava, mutta periaatteessa ”ajallaan julkaistu” informaatio. Rahoitustarkastuksen huomautuksen aiheellisuus onkin mielestäni perusteltavissa käytännössä ainoastaan jo edellä esitetyllä osakemarkkinainstituution perusrakenteiden vankentamisella.

Nokian asemaa Rahoitustarkastuksen antaman huomautuksen oikeellisuutta arvioitaessa heikentää ennen kaikkea se, että sillä olisi ollut mahdollisuus hakea Rahoitustarkastukselta poikkeuslupaa olla julkaisematta tietoa:

”Jos julkistaminen olisi liikkeeseenlaskijan edunvastaista eikä julkistamatta jättäminen vaarantaisi sijoittajan asemaa, voi liikkeeseenlaskija nykysäännöksen mukaan hakea julkistamisesta poikkeusta Rahoitustarkastukselta. Nokia ei ole hakenut Rahoitustarkastukselta poikkeuslupaa tiedon julkistamatta jättämisestä eikä tiedon julkistamisen viivyttäminen ole Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan ollut aiheellista.”

5.3.2.3 Yhteenveto

Edellä esitetyn mukaisesti koen, että Rahoitustarkastuksen antama huomautus on sinänsä aiheellinen, vaikka myös Nokian päätökselle jättää informaatiota julkaisematta löytyy vahvoja perusteita. Huovinen suhtautuu Rahoitustarkastuksen päätökseen kuitenkin hyvin kriittisesti:

”Ratan Nokialle antama julkinen huomautus AML 2:7:n mukaisen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä on esimerkki tiukasta tiedonantovelvollisuuden arvioinnista, jossa olennaisuutta tarkastellaan pelkkien numeeristen kriteerien valossa jälkikäteen ja jossa ei huomioida tilannekohtaisia tekijöitä. Tällainen tilanteen tarkastelu eroaa kaikkien relevanttien seikkojen perusteella tehdystä all things considered -ratkaisusta. Kategorinen tietojen arviointi sopii huonosti juridiseen tilanneherkkyyteen, jota myös lain soveltamistoiminnassa nähdäkseni tarvitaan.”¹⁰²

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttäminen on huomattavasti epämääräisemmin kriiterein todennettavissa kuin pääpiirteiltään selkeän säännöllisen

¹⁰²Huovinen – Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena, Lakimies 5/2005, s. 13.

tiedonantovelvollisuuden. ”Olellisuuden” ja ”aiheettoman viivytyksen” kaltaisten käsitteiden tulkinnassa törmätään väistämättä aika ajoin tilanteisiin, joissa yhtiön arvio informaation laadusta poikkeaa markkinoita valvovien elimien ja sijoittajien kanssa.

Huovinen maalaa Rahoitustarkastuksen päätöksen inspiroimana mustia pilviä markkinataivaalle:

”Yksipuolinen sijoittajansuojan ajattelemisen ja kategorinen tiedonantovelvollisuuden tulkinta voivat heikentää myös yritysten luottamusta markkinoiden toimivuutta kohtaan. Monet yhtiöt eivät pidäkään enää pörssiä houkuttelevana rahoituskanavana. Tällä ajetaan yhtiöitä takaisin pankkien kouriin, mistä juuri markkinoiden vapauttamisella haluttiin pois.”¹⁰³

Huovisen näkemys on altis kritiikille: mikäli yhtiöille annetaan liian suuri valta sanella pörssin pelisäännöt, on uhkana yhtiöiden sijaan sijoittajien katoaminen mielivaltaisen informaation varassa toimivilta markkinoilta. Yhtiöiden pakenemisen pörssistä ei voida sanoa ainakaan vielä missään nimessä toteutuneen – päinvastoin, Nasdaq OMX Helsingin toimitusjohtaja Lauri Rosendahl kertoi marraskuussa 2012, että 15-16 yhtiötä keskustelee parhaillaan listautumisesta pörssiin.¹⁰⁴

5.3.3 Tectian tapaus

Niin sanotussa Tectian tapauksessa oli kysymys päinvastaisesta tilanteesta edellä esitettyyn Nokian tapaukseen nähden. Rahoitustarkastuksen mukaan Nokia oli jättänyt julkistamatta ennakoitua *positiivisempia* uutisia, kun taas Tectian kohdalla pörssin kurinpitolautakunta katsoi Tectian viivyttelleen *negatiivisten* uutisten kertomisessa. Nämä kaksi tapausta ovat omiaan selkeyttämään yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden sisältöä, ja ohjaamaan tiedotuskäytäntöä totuudenmukaiseen, *realistiseen*, suuntaan liian ruusuisten tulevaisuuden näkymien tai ylenpalttisen synkistelyn sijaan.

19.1.2012 Helsingin pörssin kurinpitolautakunta määräsi Tectia Oyj:lle varoituksen sekä 20 000 euron suuruisen kurinpitomaksun pörssin sääntöjen rikkomisesta:

¹⁰³Huovinen – Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena, Lakimies 5/2005, s. 13.

¹⁰⁴www.tekniikkatalous.fi/metalli/15+yhtiota+mieltii+listautumista+helsingin+pörssiin+kolmannes+kaivoksia/a856386

”The Disciplinary Committee of NASDAQ OMX Helsinki (the ”Exchange”) has imposed a warning and a fine of twenty thousand euros (EUR 20,000) to Tectia Corporation (trading code: TECIV) due to the breach of the Rules of the Stock Exchange.”¹⁰⁵

Tapauksessa oli kysymys siitä, että Tectia oli arvioinut ensimmäistä kvartaalia koskevassa osavuositarkastuksessaan 20.4.2011, että sen tilikauden 2011 liikevaihto tulisi kasvamaan vuodesta 2010 ja että tulos olisi voitollinen. Todellisuudessa asiat eivät kehittyneet yhtä hyvin. Yhtiö nimittäin julkisti 19.7.2011 tulosvaroituksen, jossa se arvioi edelleen kylläkin liikevaihdon kasvavan vuodesta 2010, mutta tuloksen olevan tappiollinen. Toisen kvartaalin osavuositarkastuksen yhtiö julkisti seuraavana päivänä 20.7.2011.

Toisen tulosvaroituksen aika tuli 19.10.2011, samana päivänä kuin yhtiö julkisti myös osavuositarkastuksensa. Ajallisesti eroa tulosvaroituksen ja osavuositarkastuksen julkistamisella oli vaivaiset kymmenen minuuttia. Tulosvaroituksessa yhtiö arvioi tilikauden 2011 liikevaihdon laskevan vuodesta 2010 ja tuloksen olevan tappiollinen. Näkymät olivat siis heikentyneet entisestään.

Pörssin kurinpitolausunto viittasi ratkaisussaan arvopaperipörssin sääntöjen kohtaan 3.1.1, jonka mukaan yhtiön on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava tieto päätöksistä ja muista seikoista tai olosuhteista, jotka ovat arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia. Samaan sääntökohtaan viitaten kurinpitolausunto totesi seuraavaa:

”When the listed company reasonably expects that its financial result or financial position will deviate significantly from a forecast disclosed by the listed company and such deviation is price sensitive, the listed company shall disclose information about the deviation.”

Aiemmin julkaistuista tiedotteista poikkeavasta kehityksestä on siis luonnollisesti ilmoitettava. Edelleen oikeasta ilmoitusajankohdasta ja tulevaisuuden näkymien perusteluvaatimuksesta kurinpitolausunto lausui näin:

”The net result of the company was negative after the first quarter of the year and the net sales and net result were considerably lower than budgeted estimates in

¹⁰⁵NASDAQ OMX Press Release January 19, 2012: NASDAQ OMX Helsinki Disciplinary Committee imposed a warning and a fine of EUR 20,000 to Tectia Corporation for breaching the Rules of the Stock Exchange.

the course of the spring 2011. The Disciplinary Committee considers that the company should have paid special attention to monitoring the financial development in May, at the latest. The Company should have noticed that achieving the earlier disclosed yearly forecast had required a considerable growth in net sales and net result towards the end of the year. In addition, the management of the company should have presented arguments for such level of expected growth.”

Kurinpitolautakunnan mukaan Tectian olisi pitänyt kiinnittää huomiota ennustettua heikompaan tuloskehitykseen viimeistään toukokuussa, mikä on mielestäni hyvin perusteltua ensimmäisen kvartaalin oltua tappiollinen. Kurinpitolautakunta kiinnitti myös huomionsa siihen, että yhtiön olisi tullut pystyä perustelemaan, minkä vuoksi se piti kiinni alkuperäisistä ennusteistaan kasvavasta liikevaihdosta ja voitollisesta tuloksesta, vaikka ensimmäinen kvartaali lupaili kaikkea muuta.

Kurinpitolautakunta perusteli ratkaisuaan mielenkiintoisella, ja mielestäni niin lainsäädännön kuin pörssin sääntöjenkin henkeä kunnioittavalla tavalla, todeten muun muassa, ettei yhtiö ollut näyttänyt liiketoimintansa olevan tarpeeksi syklistä, jotta sillä olisi ollut perusteltua aihetta pitää kiinni alkuperäisistä ennusteistaan:

”It was not proven by the company that the company’s business would be cyclical in such a manner that it would have been reasonable to rely on the substantially better financial performance during the latter part of the year than during the first part of the year, taken into account the current international economical trend. For the second profit warning the company presented that anticipated sizable business deals were postponed to a later date. Based on the information provided by the company, the realization of these business deals during the fiscal year 2011 was not sure in a manner that a prudent estimate could be based solely on those sales projections. Furthermore, it was not proven that estimating the net result of the company would be especially difficult due to the nature of the business of the company.”

Kurinpitolautakunnan ratkaisu on myös eräänlainen linjanveto siinä suhteessa, missä määrin yhtiö saa antaa ennusteissaan painoarvoa suunnitelluille, mutta vielä toistaiseksi toteutumattomille liikesopimuksille. Kuten kurinpitolautakunnan ratkaisusta käy ilmi, tällaisille suunnitelmille ei voida antaa kovinkaan suurta merkitystä, vaan ennusteiden on pääasiallisesti perustuttava konkreettisempiin perusteisiin, kuten käytännössä

esimerkiksi arvioon jo olemassa olevan liiketoimintakokonaisuuden kannattavuudesta ja liikevaihdon muutoksesta.

”The Disciplinary Committee stated that the level of analyzing and interpreting the results was not adequate despite the reports produced by the company’s sound financial control and reporting systems. Furthermore, the management of the company has not taken actions required due the changes in the financial development of the company without undue delay and in an efficient manner. The Disciplinary Committee considered based on the report by the company that Tectia Corporation has not taken actions required by the financial position of the company without undue delay. The company should have paid special attention to the development of net sales and net result already in the middle of the second quarter of the year, and the company should have expedited the preparation of the key figures of the financial performance. The Disciplinary Committee observes that the company should have critically reviewed the earlier announced net sales and net result 2011 forecasts already in June, and that the company should have disclosed a company announcement of the forecast deviation.”

Kurinpitolautakunnan näkemyksen mukaan Tectian omaa tilaansa koskevan analysoinnin ja tulkinnan taso ei siis ollut ollut riittävän syvällistä. Tulosvaroitusta tulisi antaa jo kesäkuussa, eikä vasta viimeingassa ennen osavuositarkastusta heinäkuussa. Tulosvaroitusta antaminen päivää ennen osavuositarkastusta voi näyttää ulospäin korkeintaan pörssin normiston muodolliselta noudattamiselta (ja tuskin edes tältä), mutta aidosta normien tavoitteiden mukaisesta, jatkuvasta informoinnista ei tällaisessa tilanteessa voi missään nimessä olla kyse.

Yhtiön tuloksen valuminen tappiolliseksi vastoin aiemmin julkisesti ennustettua näkemystä voitollisesta tuloksesta, on informaatioarvoltaan sijoittajille ensiarvoisen tärkeää. Sijoittajat toimivat osakemarkkinoilla kasvattaakseen varallisuuttaan ja olennainen edellytys tälle on varojen pitäminen yrityksissä, jotka tekevät voittoa. Mikäli yhtiö itse ennustaa tekevänsä voittoa, mutta myöhemmin tilikauden aikana huomaa suhdanteiden muuttuneen siinä määrin epäedullisiksi, että tavoitteeseen ei perusteellisen analysoinnin mukaan päästä, on sijoittajien oikeus ilman aiheetonta viivytystä saada tästä tietää.

”Arvopaperin arvoon vaikuttavista tiedoista puhuessaan lain esityöt korostavat mahdollisimman laajaa markkinainformaatiota ja mahdollisimman laajaa julkisuutta. Olennaisimpana osakkeen arvoon vaikuttavana seikkana on yleensä

pidetty liiketoiminnan tulosta ja kaikkea sellaista tietoa, joka koskee yrityksen tuloksenteekokykyä ja siten kykyä maksaa omistajilleen osinkoa.”¹⁰⁶

6. Sisäpiirintieto

6.1 Yleistä

Sisäpiirintieto on käsite, jolla on usein negatiivinen kaiku – sinänsä suotta, sillä sisäpiirintiedossa itsessään ei ole mitään väärää, ainoastaan sen väärinkäytössä, minkä yhteydessä koko termi ylipäätään useimmiten kylläkin esiintyy. Löytyyhän sisäpiirintiedon määritelmäkin uudesta arvopaperimarkkinalaista ”Markkinoiden väärinkäyttö” -otsikon alaisuudesta, 12 luvun 2 §:stä (ennen heinäkuuta 2005 määritelmä löytyi rikoslaista) :

”Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon.”¹⁰⁷

Sisäpiirintiedon luonne voidaan näin tiivistää kolmeen keskeiseen elementtiin, joita ovat *tiedon julkisuus, tiedon olennaisuus ja tiedon täsmällisyys*. Näitä elementtejä käsittelem seuraavassa luvussa.

Sisäpiirintiedon käytön sääntely on keskeinen osa arvopaperimarkkinoiden avoimuuden ja puolueettomuuden turvaamista, ja sijoittajan tiedonsaantioikeutta on mahdotonta perusteellisesti kuvata sisäpiirintietoon, sen luonteeseen ja mahdolliseen väärinkäyttöön, perehtymättä. Sisäpiirintieto on itsessään markkinatietojen varassa toimivien sijoittajien ja sisäpiirintietoa omaavien henkilöpiirien välille moraalista ja oikeudellista problematiikkaa luova tiedon kategoria – sisäpiirintiedon määritelmään kun kuuluu, että tieto on *olennaista* eli puhtaimmillaan juuri sitä, mitä jokainen arvopaperimarkkinoilla operoiva sijoittaja janoaa. Sisäpiirintiedon pysyessä ainoastaan yhtiön johdon harkinnanvaraisessa käytössä yhtiön edun ajamiseksi, näkisin ristiriidan tiedon ”pimittämisen” ja toisaalta sijoittajan oikeuden päästä käsiksi olennaiseen tietoon

107 HE 32/2012.

välillä olevan suhteellisen pieni. Yhtiön johdon tehtävä on edistää yhtiön – ei sijoittajan – etua, ja ajatus siitä, että kaikki mitä yhtiön johto tietää, olisi julkista tietoa, on lähestulkoon absurdi. Sisäpiirintieto on *välttämätön* osa yhtiöiden informaatiovarallisuutta, mutta samalla sen olemassaolo luo toistuvasti tilanteita, joissa joudutaan puntaroimaan yhtiön etua markkinoiden avoimuuden painaessa toisessa vaakakupissa, ja niin sanotusti ääritapauksissa, sisäpiirintiedon väärinkäytöstapauksissa, joudutaan määrittämään, *millaista* tietoa arvopaperimarkkinoilla saadaan käyttää hyväksi.

Kuten edellä säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevassa luvussa toin esille, sisäpiirintieto perustuu usein säännöllisen tiedonantovelvollisuuden alaisuuteen luokiteltavaan informaatioon. Sisäpiirintieto on kuitenkin periaatteellisesti hyvin väljä käsite, ja kuten jäljempänä käy ilmi, myös jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alaisuuteen kuuluvat tiedot voivat muodostaa sisäpiirintietoa. Mikäli sisäpiirintietoa haltuunsa saava henkilö käyttää tietoa hyväkseen arvopaperimarkkinoilla, puhutaan *kielletystä informaatioedusta*.

Keskeinen normisto sisäpiirintiedon kannalta on Helsingin pörssin sisäpiiriohje, jonka NASDAQ OMX Helsinki Oy on laatinut yhdessä Keskuskauppakamarin ja Elinkeinoelämän keskusliiton kanssa ”*selkeyttämään toimintatapoja arvopaperimarkkinoilla*”. Suomessa on kertynyt arvopaperimarkkinaoikeudellista oikeuskäytäntöä verraten vähän, mutta keskeisen osan tästä oikeuskäytännöstä muodostaa juuri sisäpiirintietoon liittyvät tapaukset.¹⁰⁸ Lisäksi olennainen osa sisäpiirintiedon sääntelyä edellä mainittujen ohella on niin kutsuttu markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (MAD, Market Abuse Directive) 2003/6/EY, johon liittyen ollaan parhaillaan valmistelemassa uutta säännöstelyä.¹⁰⁹

Sisäpiirintiedon määrittelemisen lisäksi on hyvä kiinnittää huomiota siihen, kuka on *sisäpiiriläinen*. Sisäpiiriläisen määritelmä on arvopaperimarkkinalain 12 luvun 3 §:ssä:

¹⁰⁸ Huovinen – Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media, 2004, s. 55.

¹⁰⁹ Valtiovarainministeriön tiedote 229/2012: ” Uuteen arvopaperimarkkinalakiin sisältyy säännökset, joiden seurauksena pörssiyhtiöiden sisäpiiriläisten ja näiden lähipiirin julkiset sisäpiirirekisterit keskitetään yhteen ja niiden ylläpito olisi jatkossa Finanssivalvonnan tehtävä. Muutoksella tehostetaan sisäpiirirekisterien luotettavuutta ja parannetaan sijoittajien mahdollisuuksia saada tietoja. Nämä säännökset tulevat voimaan kuitenkin vasta pitkän siirtymäajan jälkeen, sillä niiden lopullinen sisältö ratkeaa parhaillaan neuvoteltavana olevan markkinoiden väärinkäyttöä koskevan EU-asetuksen myötä. ”

”Julkisella sisäpiiriläisellä (sisäpiiriläinen) tarkoitetaan: 1) suomalaisen liikkeeseenlaskijan, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, hallituksen tai hallintoneuvoston jäsentä ja varajäsentä, toimitusjohtajaa, toimitusjohtajan varamiestä sekä tilintarkastajaa, varatilintarkastajaa ja tilintarkastusyhteisön toimihenkilöä, jolla on päävastuu yhtiön tilintarkastuksesta; 2) 1 kohdassa tarkoitetun liikkeeseenlaskijan muuta ylimpään johtoon kuuluvaa, jolla on säännöllinen pääsy sisäpiirintietoon ja jolla on oikeus tehdä yhtiön tulevaa kehitystä ja liiketoiminnan järjestämistä koskevia päätöksiä.”

Sisäpiirintietoa voi luonnollisesti olla muillakin kuin vain arvopaperimarkkinalain tarkoittamilla sisäpiiriläisillä. Esimerkiksi asianajotoimistossa työskentelevillä henkilöillä tai investointipankkien analyytikoilla¹¹⁰ voi olla hallussaan yhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltä koskee paitsi laissa lueteltuja sisäpiiriläisiä myös tietysti edellä kuvattuja henkilöpiirejä.

6.2 Sisäpiirintiedon kolme peruselementtiä

6.2.1 Tiedon täsmällisyys

Tullakseen kvalifioituksi sisäpiirintiedoksi, tiedon on viitattava tapahtumaan tai olosuhteisiin, jotka ovat jo ilmenneet tai tapahtuneet taikka joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan. Tällaisella sisällöllisellä määritelmällä pyritään tekemään ero sisäpiirintiedon ja toisaalta epävarmoihin seikkoihin tai markkinahuhuihin perustuvan tiedon välillä.¹¹¹ Täsmällisyydelle ei kuitenkaan ole asetettu kovin korkeaa laadullista kynnystä:

”Tiedon täsmällisyydeltä ei kuitenkaan edellytetä, että se viittaisi olosuhteisiin tai tapahtumaan, joiden voidaan todennäköisesti olettaa tulevaisuudessa ilmenevän tai tapahtuvan, vaan tiedon täsmällisyyttä koskevan edellytyksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus.”¹¹²

¹¹⁰ Vesa Annola on käsitellyt tiedon julkisuuden rajapintoja suhteessa analyytikoihin mielenkiintoisessa artikkelissaan ”Analyytikko ja sisäpiiritieto”.

¹¹¹ Karjalainen, Laurila, Parkkonen – Arvopaperimarkkinalaki, 2005, s. 335.

¹¹² Häyrynen, Parkkonen – Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet, 2006, s. 19.

Tiedon täsmällisyys on hankalasti määritettävä kriteeri, jolla voidaan nähdä olevan jopa paradoksaalisia piirteitä:

*”Termi täsmällisyysvaatimus on sananmukaisesti arvioiden harhaanjohtava. Tavanomaisessa kielenkäytössä epätäsmälliseksi luokiteltava tieto voikin sisäpiirisääntelyssä muodostaa sellaisen tiedollisen etumatkan, joka täyttää sisäpiirintiedon määritelmän.”*¹¹³

Knuts mainitsee esimerkkinä tiedon pörssiyhtiön suunnittelemasta lisäosingonjaosta, mikä voi täyttää sisäpiirintiedon edellyttämän täsmällisyysvaatimuksen, vaikka lisäosingon suuruudesta ei olisikaan täsmällistä tietoa.

Knutsin mukaan tiedon olennaisuutta voidaan käyttää apuna myös tiedon täsmällisyyttä määritettäessä. Tieto, jota voidaan pitää osittain epätäsmällisenä ja epävarmana, katsotaan lähtökohtaisesti kuitenkin riittävän täsmälliseksi ollakseen sisäpiirintietoa, jos se vain täyttää olennaisuusvaatimuksen. Tällainenkin tieto voi nimittäin muodostaa *epäoikeutetun tiedollisen etumatkan*, ja täyttää sen vuoksi sisäpiirintiedon määritelmän.¹¹⁴

6.2.2 Tiedon olennaisuus

Sisäpiirintiedon ominaispiirteiden arvoasteikossa olennaisuuskriteeri menee täsmällisyyskriteerin edelle: tiedon olennaisuutta voidaan käyttää hyväksi arvioitaessa tiedon täsmällisyyttä, mutta sen sijaan täsmällisinkään tieto ei välttämättä tee tiedosta oleellista, ja sitä kautta sisäpiirintietoa. Tiedon täytyy olla riittävän merkityksellistä arvopaperin hinnanmuodostuksen suhteen voidaakseen olla oleellista.¹¹⁵ Vähäpätöisiksi luokiteltavat tiedot rajataan näin myös sisäpiirintiedon ulkopuolelle.

Niin vanhassa kuin uudessakin arvopaperimarkkinalaissa on käytetty ”*on omiaan olennaisesti vaikuttamaan*” -muotoilua, mistä Knuts on katsonut aiheutuvan yhteensovittamisongelmia suomalaisen oikeusjärjestelmän ja EY-oikeuden välillä:

¹¹³ Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 46.

¹¹⁴ Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 47-48.

¹¹⁵ Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 85.

”EY-oikeuden tulkintavaikutus on olennaisuusvaatimuksen osalta vahvempi kuin sisäpiirintiedon määritelmän muissa osatekijöissä. Tämä johtuu siitä, että Suomessa lainsäätäjä on hyödyntänyt selvästi MAD:sta poikkeavaa ilmaisutapaa sisäpiirintiedon olennaisuusvaatimuksen implementoinnissa, kun taas sisäpiirintiedon määritelmän muissa osatekijöissä MAD:a on noudatettu varsin täsmällisesti.”

Edellä mainittu poikkeava linja kulminoituu juuri ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan” -muotoiluun. MAD:iin ollaan, kuten alaviitteen 90 tekstistä käy ilmi, parhaillaan valmistelemassa asetuksentasoista säädöstä, mikä varmasti selkeyttää myös suomalaisen arvopaperimarkkinalain sanavalintojen ja MAD:n vastaavien suhdetta:

”Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi sisältää monia vaihtoehtoisia ja harkinnanvaraisia toimintatapoja ja eräät sen avainkäsitteet ovat epäselviä, mikä heikentää direktiivin vaikuttavuutta. Näiden ongelmien vuoksi komission ehdotuksella ja siirtymisellä asetuksentasoiseen suoraan sovellettavaan sääntelyyn, pyritään lisäämään markkinoiden luotettavuutta ja parantamaan sijoittajansuojaa.”¹¹⁶

Sitten, kun markkinoiden väärinkäyttöasetus saatetaan voimaan, tulee se olemaan suoraan kansallisesti sovellettavaa sääntelyä, jonka vuoksi nykyisin arvopaperimarkkinalakiin sisältyviä säännöksiä joudutaan osin kumoamaan.¹¹⁷ Ehdotetut säännökset vastaavat kuitenkin pääosiltaan Suomessa jo nykyisin voimassa olevaa lainsäädäntöä, joten muutos ei tule olemaan kovinkaan dramaattinen. Sijoittajan kannalta merkittävin asetuksen tuoma uudistus on todennäköisesti *sisäpiirintiedon julkistamisvelvollisuuden laajentaminen*. Ehdotuksen mukaan julkistamisvelvollisuuden alaista sisäpiirintietoa tulisi olemaan myös sellainen ”luonteeltaan täsmällisenä pidettävä sisäpiirintieto, joka viittaa olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän taikka tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan”.

Tiedon olennaisuuden arviointi on luonnollisesti tehtävä objektiivisin kriteerein. Olennaisuuskriteerin arvioinnissa on lähdettävä liikkeelle *järkevän sijoittajan näkökulmasta*.¹¹⁸ Komission direktiivin mukaan järkevästi toimivat sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä käytettävissään olevien tietojen eli ennen päätöksentekoa (*ex ante*) saatavilla olevien tietojen perusteella. Olennaisuusarviota voidaan suorittaa asettamalla

¹¹⁶ Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (*markkinoiden väärinkäyttö*), U 59/2011 vp, s. 3.

¹¹⁷ Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (*markkinoiden väärinkäyttö*), U 59/2011 vp, s. 5.

¹¹⁸ Komission direktiivi 2003/124/EY (*määritelmädirektiivi*), 1 artikla.

nämä tiedot perspektiiviin arvopaperin liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaa taustaa vasten, sekä ottamalla huomioon, mistä tieto on peräisin, eli toisin sanoen, kuinka *luotettavana* tietolähdettä voidaan pitää.

Määritelmädirektiivin mukaan olennaisuutta voidaan kuitenkin ilmeisesti arvioida myös tiedon julkiseksi tulon jälkeen (*ex post*):

”Päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa oletusta, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan, mutta sitä ei tulisi käyttää sellaista henkilöä vastaan, joka on tehnyt ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen perusteella harkittuja johtopäätöksiä.”

Knuts pitää kuitenkin tätä tulkintaa ongelmallisena, ja tuo esiin jopa käänkövirheen mahdollisuuden:

*”Määritelmädirektiivin johdantolauseen 2 muotoilua on pidettävä melko hämmäntävänä, eikä tältä osin voida sulkea pois käänkövirheen mahdollisuutta. Hämmäntävyyden osalta on sivuseikka, ettei oikeudellisessa harkinnassa ole ollut tapana testata oletuksia. Keskeisempi ongelma lauseessa on, että nähdäkseni saatavissa oleva tieto sekoittuu määritelmädirektiivin johdantolauseessa *ex ante*-tietoon, eli nimenomaan tuolloin vielä ei-saatavissa olevaan (julkistamattomaan) tietoon.”*

Knuts toteaa, että tulkinta-apua on haettava määritelmädirektiivin englanninkielisestä versiosta, joka on selkeämmin ymmärrettävissä. Hänen johtopäätöksensä on, ettei arviointia voi perustaa ainakaan pelkästään jälkikäteisarvioon siitä, minkälaisen reaktion tieto on markkinoilla aiheuttanut.¹¹⁹ Tällainen tulkinta on perusteltu vilpittömässä mielessä toimineen sijoittajan suojelemiseksi: Tilanne on sama kuin rikosoikeudellisen argumentoinnin peruslähtökohdassa – on pienempi paha päästää syyllinen vapaaksi kuin tuomita syytön rangaistukseen. Mikäli sisäpiirintiedon arvioinnissa tukeuduttaisiin liiaksi *ex post* -ajatteluun, on uhkana vilpittömästi toimineiden sijoittajien ”tuomitseminen syyttömänä”.

Sisäpiirintiedon olennaisuusanalyysiin saadaan tukea myös Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen 7.3.1.1 -kohdasta. Kyseinen kohta linkittää *jatkuvan tiedonantovelvollisuuden* alaisuuteen katsottavan (eli siis olennaisen) tiedon sisäpiirintiedoksi. Ohjeen mukaan tyypillisiä hankkeita, jotka toteutuessaan tulee

¹¹⁹ Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 103.

julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella, ovat muun muassa: merkittävät yritys- ja toimialajärjestelyt; merkittävät liiketoiminnan uudelleensuuntaamiset, merkittävät saneeraussuunnitelmat ja tulosparannusohjelmat; merkittävät yhteistyösopimukset; Pörssin sääntöjen mukaiset merkittävät yrityskaupat; sekä julkiset ostotarjoukset ja osakeannit.

Sisäpiiriohjeessa puhutaan *hankkeista*. Käsitteen ulkopuolelle on rajattu muun muassa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistettava osingonjakoehdotus, tulosvaroitukset ja omien osakkeiden hankkiminen. Tällaisen tiedon luottamuksellisuutta on ohjeen mukaan suojattu pysyvällä yrityskohtaisella sisäpiirirekisterillä.

6.2.3 Tiedon julkisuus

Tiedon julkisuus – tai itse asiassa tiedon ei-julkisuus – on sisäpiirintiedon kolmas ominaispiirre: Sisäpiirintieto on tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavilla.¹²⁰ Vaatimus tiedon julkistamattomuudesta voidaan jäsentää kahteen eri ominaispiirteeseen: ajalliseen ja asialliseen julkistamattomuuteen. Ajallisessa ulottuvuudessa on puntaroitava sitä, *milloin* tiedon julkitulon jälkeen tiedon voidaan katsoa olevan julkistettu tai muuten saatavissa. Asiallisessa ulottuvuudessa on puolestaan kyse siitä, *missä tilanteessa* tieto on julkistettu tai riittävässä määrin saatavissa. Asiallisen ulottuvuuden arvioinnissa on lisäksi vielä eroteltavissa kolme eri elementtiä: *tapa, paikka ja laajuus*.¹²¹

Mikäli tieto katsotaan julkiseksi ja markkinoilla saatavissa olevaksi välittömästi sen julkistamisen jälkeen, aiheutuu tästä yhdenvertaisuusongelmia sijoittajien välille. Knuts vertaa tilannetta kilpailuun, jossa yksi (tai miksei useampikin) osallistuja tietää ennakkoon, milloin ”lähtölaukaus” annetaan, ja pystyy näin tosiasiallisesti hyödyntämään sinänsä jo julkaistua tietoa vielä ikään kuin se olisi edelleen sisäpiirintietoa. Sisäpiirintietoa omistava taho pystyy usein reagoimaan nopeammin tiedon tultua kaikkien saataville. Esimerkiksi, jos arvopaperin arvoon olennaisesti

¹²⁰ Arvopaperimarkkinalaki 12 luvun 2 §.

¹²¹ Knuts – Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 58-59.

vaikuttava tieto annetaan markkinoille kello 12:00, voi sisäpiiriläinen saada merkittävää etua muihin sijoittajiin nähden, kun hän voi vaikkapa ostaa tai myydä arvopaperia periaatteessa jo kello 12:00:01 tiedon ollessa jo julkista ja yleisesti saatavilla.¹²² Tiedon julkisuutta arvioitaessa on tarkasteltava lainsäädännön tavoitetta saattaa markkinoilla toimivat tiedollisesti tasa-arvoiseen asemaan.¹²³ Tasa-arvoisen aseman tavoittelun kanssa edellä kuvattu esimerkki on vähintäänkin ristiriitainen. Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen mukaan ohjeen tarkoituksena on yhtenäistää ja tehostaa sisäpiiriasioiden käsittelyä yhtiöissä ja siten lisätä *luottamusta* arvopaperimarkkinoiden toimintaan.¹²⁴ Edellä kuvatun toiminnan voidaan perustellusti väittää loukkaavan myös tätä arvoa. Knuts kuitenkin huomauttaa, että sisäpiirinsäätelyn tavoitteena on vain hypoteettinen, ei tosiasiallinen, yhdenvertaisuus:

*”On tärkeää korostaa, että markkinalähtöisessä sisäpiirisäätelyssä markkinatoimijoiden abstrakteilla yhdenvertaisilla mahdollisuuksilla tarkoitetaan vain hypoteettista yhdenvertaisuutta, eli sitä, että mahdollisuus saada tietoa on riippumaton markkinatoimijan sisäpiiriasemasta tai sellaisista suhteista, jotka ovat oikeudettomia. Sen sijaan ei edellytetä tosiasiallista yhdenvertaisuutta saati sitä, että markkinatoimijoilla olisi yhdenvertaiset toimintaedellytykset, -resurssit tai -kyvyt.”*¹²⁵

On hankala arvioida, täyttääkö edellä esitetty kaupankäynti edes *hypoteettisen yhdenvertaisuuden* kriteerin.

Käsiteltäessä sisäpiirintiedon julkistamattomuuden asiallista ulottuvuutta, ja sen elementeistä tiedon julkaisutapaa, on oleellista huomata, että pörssiyhtiöiden tiedonantomenetelmät ovat suhteellisen tarkan säätelyn kohteena.¹²⁶ Mikäli yhtiö haluaa olla varma, että sisäpiirintieto on saatettu julkiseksi, tulee tieto julkaista jollain pörssinormiston hyväksymällä tiedotuskanavalla. Myös tiettyjä ”epävirallisia” informaatioväyliä pitkin levinnyt tieto voidaan katsoa julkaistuksi.¹²⁷ Tällaisia väyliä ovat muun muassa valtakunnalliset lehdet (kuten esimerkiksi Helsingin Sanomat tai Hufvudstadsbladet), televisio, radio tai internet. Keskeistä on, että tieto tulee ennalta

122 Knuts – Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 61.

123 Häyrynen, Parkkonen – Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet, 2006, s. 14.

124 NASDAQ OMX Helsinki Sisäpiiriohje, s. 2 kohta 2. Edellä mainitun kohdan selostusosa kuuluu seuraavasti: ”Pelkkä epäily siitä, että arvopaperikaupoissa olisi käytetty julkistamatonta tietoa, heikentää yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Usein luottamuksen heikentyminen aiheuttaa haittaa myös sille yhtiölle, jonka sisäpiiriläinen on epäilyn kohteena.”

125 Knuts – Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla, 201, s. 68.

126 Vrt. Säännöllinen (luku 2.3) ja jatkuva (luku 2.4) tiedonantovelvollisuus.

127 Knuts – Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 68.

rajaamattoman joukon saataville.

Julkitulopaikan kohdalla on kysymys siitä, missä tiedon on oltava, jotta sen voidaan katsoa olevan lain tarkoittamalla tavalla ”saatavissa”. Äkkiseltään melko yksinkertaiselta vaikuttava kysymys on kuitenkin osoittautunut melko vaikeasti tulkittavaksi – Knuts näkee hallituksen esitysten¹²⁸ ja *laillisuusperiaatteen* välillä jopa ristiriitoja:

”Hallituksen esityksen kannanotto on varsin ongelmallinen. Esimerkinomaista kannanottoa, jonka mukaan viranomaisten hallussa oleva julkinen tieto ei sisäpiirisääntelyn estämättä olisikaan vapaasti käytettävissä, ei voida pitää laillisuusperiaatteen näkökulmasta perusteltuna. Kannanotto ei ole yhdistettävissä markkinalähtöiseen tulkintaan, eikä se myöskään selkeytä sisäpiirisääntelyä.”

Arvopaperimarkkinalainsäädännön esitöiden mukaan siis vaikka viranomaisen hallussa oleva tieto olisi ”periaatteessa julkinenkin, sen hyväksikäyttäminen ei välttämättä ole sallittua.” Knuts tyrmää yllättävän suorasanaisesti hallituksen esityksen ja pitää siinä esitettyä tulkintaa yksiselitteisesti vääränä:

”Julkisuuslainsäädännön kantavan periaatteen voidaan todeta olevan se, että viranomaisten hallussa olevat asiakirjat pääsääntöisesti ovat julkisia, ja vain poikkeuksellisesti julkisuutta voidaan rajata. Julkisuusperiaatteella on myös selvä perustuslaillinen tuki. Tästä seuraa, ettei voida hyväksyä sitä, että AML:n sisäpiiritiedon määritelmään sisällytetyn julkistamattomuusvaatimuksen voitaisiin hallituksen esityksessä ilmenevällä tavalla tulkita soveltuvan sellaiseen tietoon, joka julkisuuslainsäädännön mukaan on julkinen. Julkisuuslain mukainen julkinen tieto on aina markkinoilla saatavissa.”

Knutsin perustelut ovat vakuuttavia ja hänen mielipiteeseensä on vaikea olla yhtymättä. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä on mielestäni hyödytöntä lähteä muokkaamaan julkisuuslain ja jopa perustuslain ohjaamia julkisuuden rajoja. Julkitulotapaan liittyvä epävarmuus ei varmastikaan poistu ennen kuin siihen liittyen saadaan oikeuskäytäntöä. Tilanne ei selkiytynyt vielä arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksenkaan myötä, sillä hallituksen tuoreimmassa esityksessä arvopaperimarkkinalaiksi ei ole otettu kantaa edellä kuvattuun ongelmaan.¹²⁹

128 HE 254/1998 ja HE 137/2004.

129 HE 32/2012.

Tiedon julkitulon *laajuuden* käsitteessä on kyse tiedon sisällöllisistä kriteereistä – tiedon tulee tulla julkistetuksi sisällöllisesti riittävän laajasti, jotta sen voidaan katsoa olevan julkista. Knutsin mukaan tiedon julkitulon laajuutta käsiteltäessä, ollaan ”*lähellä sisäpiirintiedon määritelmän ydintä*”.¹³⁰ Luonnehdinta on perusteltu jo senkin takia, että viime vuosien sisäpiirinsääntelyyn (ja yleisesti ottaen koko arvopaperimarkkinoihin) liittyvä keskeinen oikeuskäytäntö liittyy oleellisesti juuri tähän sisäpiirintiedon ominaispiirteeseen.¹³¹ Yleisesti ottaen voidaan todeta ainakin, että julkitulolaajuuden vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän vain, kun kaikki olennaiset asiat ovat tulleet julki:

*”Laiminlyömällä julkistamisessa jonkin olennaisen asian, saatetaan paitsi rikkoa tiedonantovelvollisuuksia, myös syyllistyä laiminlyöntiä seuraavilla osakekaupoilla sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.”*¹³²

6.3 Esimerkkitapaus sisäpiirintiedon väärinkäytöstä

6.3.1 Tapauksen taustaa

Korkeimman oikeuden tapauksessa 2006:110 on kysymys sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Tapauksen otsikon mukaan vakuutusyhtiö A:n pääjohtajalla oli tieto yhtiössä valmisteilla olevasta suunnitelmasta, joka tähtäsi pankki- ja vakuutusalan kannalta merkittäviin rakennejärjestelyihin vakuutusyhtiö B:n kanssa ja johon sisältyi tavoite hankkia huomattava määrä vakuutusyhtiö C:n omistamia B:n osakkeita. Markkinoilla oli tieto, että A oli tehnyt C:lle neuvottelutarjouksen yhteistoiminnasta ja että eräät muutkin yhtiöt olivat ilmoittaneet kiinnostuksensa yhteistyöhön C:n kanssa ja myös sen omistamiin B:n osakkeisiin. Tapauksessa on pääpiirteissään kysymys siitä, onko pääjohtaja syyllistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ostaessaan lähipiirilleen B:n osakkeita.

Tapauksen yhtiöt olivat Sampo Oyj (A), Pohjola Oyj (B) ja Suomi-yhtiö (C). Käräjäoikeuden ja hovioikeuden näkemykset poikkesivat tapauksessa toisistaan, sillä

¹³⁰ Knuts – Sisäpiirinsääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 78.

¹³¹ Käsitteen tapauksen KKO 2006:110 seuraavassa luvussa.

¹³² Knuts – Sisäpiirinsääntely arvopaperimarkkinoilla, 2011, s. 79.

käräjäoikeus katsoi pääjohtajan syyllistyneen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, kun taas hovioikeuden mukaan pääjohtajan hallussa ollut tieto oli kyllä *ollut* sisäpiirintietoa, mutta pääjohtajan hankkiessa Pohjolan osakkeita, tieto oli jo tullut julki ja oli markkinoilla saatavissa. Hovioikeuden mukaan pääjohtaja ei ollut syyllistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ja hylkäsi syytteen ja vapautti pääjohtajan käräjäoikeuden tuomitsemasta rangaistuksesta (joka oli sakkorangaistus).

Sammossa oli vuoden 1999 alkupuolella laadittu Sammon ja Sampo-konsernin kilpailuasemaa ja strategisia vaihtoehtoja koskevia suunnitelmia. Sammon pääjohtaja oli kuulunut konsernin johtoryhmään ja hallitukseen, joissa oli valmisteltu edellä mainittuja suunnitelmia. Pääjohtaja oli Sammon puolesta allekirjoittanut syytteessä kerrotun, Suomi-yhtiölle 24.5.1999 tehdyn neuvottelutarjouksen, joka koski Suomi-yhtiön ja Kaleva yhdistämistä sekä Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden ostamista. Syytteen mukaan pääjohtaja oli hankkinut Pohjolan osakkeita lähipiirilleen kahdella kaupalla, ensin 28.5.1999 alaikäisen tyttärensä nimiin 600 kappaletta ja sitten 7.6.1999 määräysvallassaan olleen yhtiön nimiin niinkään 600 kappaletta. Korkeimpaan oikeuteen tekemässään valituksessa syyttäjä oli katsonut, että pääjohtaja oli asemansa nojalla saanut tietää julkistamattomia seikkoja, jotka olivat olleet omiaan olennaisesti vaikuttamaan Pohjolan osakkeiden arvoon. Syyttäjän näkemyksen mukaan pääjohtaja oli törkeästi huolimattomuudesta käyttänyt hyväkseen sisäpiirintietoa hankkiakseen lähipiirilleen taloudellista etua, ja että hän oli siten syyllistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Pääjohtaja kiisti, että hänellä ollut tieto olisi ollut lain tarkoittamaa sisäpiirintietoa. Hänen näkemyksensä mukaan syytteessä tarkoitettu tieto ei ollut sisäpiirintiedolta edellytetyllä tavalla täsmällistä eikä sillä myöskään ollut olennaista vaikutusta hänen hankkimiensa arvopaperien arvoon ja että joka tapauksessa tämä tieto oli ollut julkistettua jo hänen hankkiessaan kyseiset arvopaperit. Lisäksi pääjohtaja vielä kiisti hankkineensa arvopaperit hyötymistarkoituksessa tai menettelleensä syyttäjän väittämin tavoin törkeän huolimattomasti.

6.3.2 Tapauksen analysointia

Korkeimman oikeuden ratkaisusta ilmenee, että Sammon johto oli laatinut muistioita ja pöytäkirjoja, jotka sisälsivät Pohjolan osakkeiden arvoon mahdollisesti vaikuttavia tietoja:

”Muistiossa 3.3.1999 yhtenä strategisena vaihtoehtona esitetään Sammon säilyminen itsenäisenä ja todetaan, että vaihtoehto on rakennettavissa Leonia-fuusion pohjalle. Sitä ei kuitenkaan pidetä yksinnään riittävänä, vaan katsotaan tarvittavan muitakin rakennejärjestelyjä.”

Toisessa muistiossa (25.4.1999) puolestaan rakennevaihtoehtoina esitettiin Sammon ja Pohjolan henkivakuutustoimintojen yhdistämistä sekä Sampo- ja Pohjola-konsernien yhdistämistä kokonaisuudessaan. Kyseiseen muistioon sisältyi myös olennainen tavoitekirjaus:

”Keskustelut on aloitettava Suomi-yhtiön kanssa, koska sen 40%:n omistus Pohjolassa on ensimmäinen askel mihin tahansa Pohjola-konsernia tai sen osaa koskevaan omistusjärjestelyyn.”

Sampo jätti yhdessä Kalevan kanssa 24.5.1999 Suomi-yhtiölle yhteisen neuvottelutarjouksen, jossa kirjoitettiin Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden osalta seuraavasti:

”Käytettävissämme olevien tietojen mukaan Suomi-yhtiö omistaa noin 8,64 miljoonaa Pohjolan A-sarjan osaketta ja noin 1,52 miljoonaa B-sarjan osaketta, jotka edustavat noin 25 prosenttia Pohjolan osakkeista ja noin 40 prosenttia äänivallasta (”Pohjola-osakkeet”). Julkisuudessa olleiden tietojen mukaan Suomi-yhtiön harkitsee Pohjola-osakkeiden myymistä. Mikäli Suomi-yhtiö päättää myydä nämä osakkeet, on Sampo halukas neuvottelemaan niiden ostamisesta.”

Korkeimman oikeuden mukaan asiassa ei esitetty sellaista selvitystä, joka olisi synnyttänyt varteenotettavan epäilyn siitä, että muistioihin tai pöytäkirjoihin kirjattu ei olisi vastannut suunnitelmien tai arviointien tosiasiallista luonnetta. Selvityksen mukaan ainakin Sammon ja Pohjolan henkivakuutustoiminnan yhdistämistä oli pidetty mahdollisena ja Suomi-yhtiön omistamalla Pohjolan B-osakkeilla oli katsottu olevan yhden Sammolle tuolloin keskeisen toimintavaihtoehdon kannalta ” avainmerkitys ”.

Korkein oikeus katsoi, että rakennejärjestelyvaihtoehtoja ja Suomi-yhtiön omistamia Pohjolan B-osakkeita koskenut tieto liittyi arvopaperiin siten, että sisäpiirintiedon väärinkäytön kynnyks ylittyi. Seuraavaksi käsittelen tuomion perustelut yhdistettynä aiemmin esitettyihin sisäpiirintiedon kolmen peruselementin (*täsmällisyys, olennaisuus, julkisuus*) kriteereihin. Vastaavanlainen jäsentely on myös korkeimman oikeuden ratkaisussa.

6.3.2.1 Tiedon täsmällisyys

Edellä on kuvailtu, mitä tiedon täsmällisyydellä sisäpiirinsäätelyssä lainsäädännön mukaan tarkoitetaan. Tämän tapauksen myötä saatiin tärkeää *oikeuskäytännön* linjausta näiden kolmen sisäpiirintiedon kriteerin merkityksestä. Tässä tapauksessa pääjohtajan tieto oli koskenut Sammon sitä toimintavaihtoehtoa, että Sampo olisi lähtenyt tavoittelemaan määräysvaltaa Pohjolassa, ja siihen liittynyttä suunnitelmaa ostaa Suomi-yhtiön omistamat Pohjolan osakkeet. Korkein oikeus totesi, että tiedon täsmällisyyden vaatimus ei sulje sisäpiirintiedon ulkopuolelle tietoa sellaisesta suunnitelmasta, jonka toteutuminen on epävarmaa. Edelleen, myöskään sen seikan, että yhtiö oli varautunut erilaisiin toimintavaihtoehtoihin, ei korkeimman oikeuden mukaan voitu katsoa sulkevan näitä vaihtoehtoja koskevia tietoja sisäpiirintiedon ulkopuolelle.

Korkeimman oikeuden mukaan laaditut muistiot samoin kuin tehty neuvottelutarjous osoittivat tavoitteen olemassaolon todelliseksi riippumatta siitä, että sen toteutumisen tiedettiin olevan epävarmaa:

”Neuvottelutarjouksen 24.5.1999 jättämällä Sampo on konkreettisella tavalla edennyt omassa suunnitelmassaan avaamalla keskustelun myyjäpuolen kanssa. Mikään ei osoita, etteikö suunnitelman toteutuminen olisi 28.5.1999 tai 7.6.1999 ollut objektiivisesti arvioituna mahdollista, vaikka onkin ollut selvää, että sen toteutumiseen oli liittynyt epävarmuustekijöitä. Korkein oikeus katsoo, että kerrottu tieto on täyttänyt sisäpiirintiedon täsmällisyydelle asetettavan vaatimuksen.”

Mielestäni korkeimman oikeuden linjaus on erinomainen ja lain tarkoitusta erityisesti vilpittömin mielin toimivien arvopaperisijoittajien eduksi konkretisoiva oikeusohje.

Edellä kuvatun kaltainen tieto on mielestäni riittävän täsmällistä antaakseen tietoa arvopaperimarkkinoilla hyväksi käyttävälle henkilölle perusteettoman informaatioedun muihin markkinatoimijoihin nähden. Tällainen toiminta on omiaan heikentämään yleistä luottamusta markkinoiden avoimuuteen ja sitä myötä nakertamaan modernin markkinatalouden perusteita.

6.3.2.2 Tiedon julkistamattomuus

Sampo oli antanut 25.5.1999 pörssitiedotteen, jossa todettiin seuraavaa:

”Kaleva ja Sampo ovat ehdottaneet neuvottelujen aloittamista Suomi-yhtiön kanssa. Kaleva ja Sampo ovat tehneet neuvottelutarjouksen viitaten Suomi-yhtiön ilmoitukseen jatkaa Pohjolan ehdottaman Suomi-yhtiön vakuutuskannan siirron ja muiden vaihtoehtojen valmistelua vakuutuksenottajien etujen mukaisesti siten, että asiaa koskevat ehdotukset tuodaan viimeistään kuluvan vuoden aikana yhtiön hallintoelinten käsittelyyn.”

Korkein oikeus totesi, mielestäni tässäkin asiassa aivan oikein, ettei pörssitiedotteessa mainittu mitään Suomi-yhtiön omistamista Pohjolan osakkeista eikä se sisältänyt myöskään tietoja Pohjolaan kohdistuvasta rakennejärjestelyvaihtoehdosta: *”Näin ollen pörssitiedotteella ei ole julkistettu merkittävää osaa L:llä¹³³ olleesta tiedosta.”*

Korkein oikeus ei katsonut julkistamiskynnyksen ylittyneen, kun Kalevan toimitusjohtaja 26.5.1999 julkaistussa haastattelussa kertoi Suomi-yhtiön hallussa olleiden Pohjolan osakkeiden, jos ne tulevat myyntiin, kiinnostavan erityisesti Sampoa. Hovioikeus sen sijaan oli asiassa eri linjoilla:

”Maan suurimmassa päivälehdessä julkaistusta, Sammon johtoryhmään kuuluneen Kalevan toimitusjohtajan haastattelusta oli kuitenkin käynyt ilmi, että Suomi-yhtiön omistamat Pohjolan osakkeet kiinnostivat erityisesti Sampoa. Suomi-yhtiön epäselvä tilanne ja se, että Suomi-yhtiö voi myydä omistamansa Pohjolan osakkeet, osakkeiden määrä sekä niihin liittyvä äänivalta oli lisäksi keväällä 1999 edellä kerrotuin tavoin ollut yleisesti arvopaperimarkkinoita tuntevien, huolellisten henkilöiden tiedossa. Kerrotuilla perusteilla hovioikeus katsoi, toisin kuin käräjäoikeus, että markkinoilla oli ollut saatavilla tieto siitä, että Sampo ollessaan valmis neuvottelemaan Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan

¹³³ L:llä eli pääjohtajalla.

osakkeiden ostamisesta samalla tosiasiallisesti myös tavoitteli määräysvaltaa Pohjolassa ja että ottaen huomioon osakkeiden huomattava määrä kysymys ei ollut ollut vain sijoitusmielessä tehtävästä osakkeiden hankinnasta.”

Hovioikeuden mukaan pääjohtaja L:llä oli ollut hallussaan sisäpiirintietoa, mutta kyseisen tiedon sisäpiirintietoluonne oli poistunut Kalevan toimitusjohtajan antaman haastattelun myötä.

Korkeimman oikeuden mielestä Kalevan toimitusjohtajan haastattelun tarjoama informaatio oli ollut liian epämääräistä poistaakseen pääjohtaja L:llä olleen tiedon sisäpiirinluonteen:

”Kalevan toimitusjohtajan haastattelu ei ole sisältänyt ilmoitusta siitä, että tehty neuvottelutarjous koski myös Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden ostamista. Lisäksi ilmaisu Pohjolan osakkeet kiinnostavat erityisesti Sampoa, jos ne tulevat myyntiin poikkeaa olennaisesti siitä L:llä olleesta tiedosta, joka kohdistui Suomi-yhtiön omistamiin Pohjolan osakkeisiin. Siten myös Kalevan toimitusjohtajan haastattelussa julkistettu tieto on ollut olennaisesti niukempaa kuin L:llä itsellään ollut tieto.”

Korkeimman oikeuden tiedon sisäpiirinluonteen perustelu markkinoiden reagoimattomuudella, on mielenkiintoinen:

”Asiassa esitettyjen, osakekurseja koskevien selvitysten mukaan markkinat eivät olleetkaan reagoineet Kalevan toimitusjohtajan haastattelusta ilmenneisiin tietoihin.”

Tämä argumentti on ongelmallinen, koska mielestäni on varsin kyseenalaista sitoa sisäpiirintiedon julkitulo konkreettiseen markkinareaktioon. Korkein oikeus lieneekin käyttänyt ”markkinareaktion puuttumista” pelkkänä indikaationa siitä, että tieto ei ole ollut markkinoilla saatavilla. Kovin suurta yksittäistä painoarvoa tälle seikalle ei mielestäni kuitenkaan voida antaa, sillä sisäpiirintiedon määritelmän sitominen jälkikäteen ilmeneviin tapahtumiin, kuten kurssiheilahduksiin, on hyvin epämääräistä, juridisesti heikoilla jäillä liikkumista, mikä saattaa pahimmillaan johtaa suorastaan sattumanvaraisiin sisäpiirintietoluokituksiin.

Yhtä kaikki, pidän kuitenkin korkeimman oikeuden perusteluja tiedon julkistamattomuudesta kokonaisuudessaan vakuuttavampina kuin hovioikeuden

vastaavia. Pääjohtaja L:llä hallussa olleiden tietojen, ja Kalevan toimitusjohtajan julkisesti lausumien tietojen *laadussa* on merkittäviä eroja, ja niiden arvostaminen hovioikeuden tavalla samanarvoiseksi, on, jos ei suorastaan absurdia, niin vähintään kyseenalaista. Kuinka muistioihin ja pöytäkirjoihin kirjattuja potentiaalisia liikesuunnitelmia ja jonkun toisen yhtiön toimitusjohtajan medialle (vaikka hän toimisikin myös kyseessä olevan yhtiön johtokunnassa, kuten tässä tapauksessa) antamassa haastattelussa antamia ” sinnepäin ” olevia lausumia voitaisiin rinnastaa informaatioarvoltaan toisiinsa?

6.3.2.3 Tiedon olennaisuus

Tiedon olennaisuuden osalta hovioikeus ja korkein oikeus ovat olleet yksimielisiä – kyseessä oli ollut tieto, joka oli ollut omiaan vaikuttamaan kysymyksessä olevan arvopaperin arvoon (myös käräjäoikeus jakoi tämän näkemyksen). Hovioikeus totesi tuomion perusteluissaan, että:

”Sampo oli kerrotuin tavoin ilmoittanut olevansa kiinnostunut ostamaan Suomi-yhtiön omistamat Pohjolan osakkeet, jotka olisivat tuoneet merkittävän määräysvallan Pohjolassa. Kysymyksessä olisi myös taloudellisesti arvioituna ollut poikkeuksellisen suuri kauppa. Neuvottelutarjouksen tekeminen, neuvottelujen aloittaminen pian sen jälkeen ja seurannut neuvottelumenettely osoittivat, että hanke oli ollut toteuttamiskelpoinen. Asiaa oli myös käsitelty Sammon hallituksessa 31.5.1999. Kerrotuilla perusteilla hovioikeus katsoi, että Sammon eräänä strategisena tavoitteena oli ollut hankkia Pohjolan osakkeita ja niiden kautta määräysvalta Pohjolassa, mitä tietoa oli pidettävä luonteeltaan sisäpiirintietona, joka oli tyypillisesti ollut omiaan vaikuttamaan Pohjolan osakkeiden arvoon.”

Korkeimman oikeuden perustelut ovat hovioikeuden perusteluja syvällisemmät:

”Sampo ja Pohjola ovat olleet alalla suuria yrityksiä. Kysymyksessä olevat Pohjolan B-osakkeet ovat edustaneet 40 prosentin ääniosuutta yhtiön osakekannasta, mikä antaa niiden omistajille huomattavan vaikutusvallan koko yhtiön tulevaisuutta koskevissa ratkaisuisa, esimerkiksi yritysjärjestelyissä. Tämänkaltaiset kaupat ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan niiden kohteena olevan osakkeen arvoon jo niihin liittyvän preemion, eli osakkeesta maksettavan pörssikurssin ylittävän hinnan, mahdollisuuden vuoksi.”

Edelleen KKO:n mukaan:

”Edellä on katsottu, että L:llä on ollut julkistamatonta tietoa Sammon yritysjärjestelyihin tähtäävistä vaihtoehtoisista tavoitteista Pohjolan suhteen ja siitä, että suunnitelma yhden tällaisen tavoitteen saavuttamiseksi oli edennyt Pohjolan osakkeita koskevalla neuvottelutarjouksella. Tieto, että Sammon ja Kalevan tarjoukseen sisältyi toteamus kiinnostuksesta neuvotella myös Suomi-yhtiön omistamien Pohjolan osakkeiden kaupasta, olisi ollut omiaan nostamaan Pohjolan osakkeiden arvoa etenkin, jos olisi tiedetty, että Sammon tavoitteena oli Pohjolaa koskeva yritysjärjestely.”

Korkein oikeus kiinnittää perusteluissa huomiota pääjohtaja L:llä olleiden tietojen ja markkinatietojen väliseen laadulliseen eroon:

”Käsillä olevassa tapauksessa markkinoilla on sinänsä ollut tietoa yleisestä kiinnostuksesta kyseisiin Pohjolan osakkeisiin, mutta tämä tieto on edellä kerrotulla tavalla ollut yleisluonteisempaa ja epätarkempaa kuin L:n oma tieto. Jos Sammon puheena oleva, Pohjolaa koskeva vaihtoehtoinen tavoite olisi toteutunut, Pohjolan B-osakkeen pörssi-arvo olisi todennäköisesti noussut huomattavasti. Näin ollen L:llä jo 28.5.1999 ja 7.6.1999 olleen, puheena olevaa vaihtoehtoa ja sen valmistelua koskevan julkistamattoman tiedon on täytynyt olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan Pohjolan B-osakkeen arvoon. Sen vuoksi Korkein oikeus katsoo, että L:n tiedolla on ollut sisäpiirintiedolta laissa edellytetty arvovaikutus.”

L:llä ollut tieto on luonut hänelle tiedollisen etumatkan muihin markkinoilla toimijoihin nähden, jotka eivät markkinoilla olleen tiedon heikommasta laadusta johtuen ole voineet kyetä tekemään yhtä syvällisiä johtopäätöksiä tilanteesta kuin L. Kun lisäksi voidaan katsoa L:n käyttäneen hyväksi tiedollista ylivoimaansa, on menettelyn myötä aktualisoitunut sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanne, ja KKO:n ratkaisun voidaan sanoa olevan voimassaolevan lainsäädännön valossa hyvin perusteltu linjaus siitä, millaisen tiedon hyväksikäyttäminen arvopaperimarkkinoilla toimiessa on sallittua ja millaisen ei.

7. Lopuksi

Tutkimukseni tarkoituksena oli perehtyä niihin lainsäädännön ja lakia alemman tasoisen sääntelyn tarjoamiin keinoihin, joiden avulla sijoittajan oikeutta saada tietoa pörssiin listatuista yhtiöistä turvataan. Tavoitteeni oli antaa kattava yleiskuvaus lähtien liikkeelle aivan osakeyhtiön ja erityisesti julkisen osakeyhtiön ominaispiirteistä, ulottuen sen jälkeen aina ensimarkkinoilta jälkimarkkinoille, ottaen vielä lopuksi huomioon sisäpiirintiedon muodostaman erityisproblematiikan.

Toisen luvun osakeyhtiön yleiskuvauksen tarkoituksena oli kuvata osakeyhtiön luonnetta voittoa tavoittelevana instituutiona ja kolmannen luvun pörssiyhtiöihin vaikuttavan arvopaperimarkkinoiden sääntelyn yleisen esittelyn oli määrä taustoittaa sijoittajan tiedonsaantioikeuteen vaikuttavia pörssiyhtiöiden itsesääntelyn luomia riskejä. Comply or Explain -periaate, jolle Suomen listayhtiöiden hallinnontikoodi rakentuu oli mielestäni välttämätöntä esitellä, kun pyrkimyksenäni oli mahdollisimman avaran tiedonsaantiin liittyvän näkökulman luominen. Kuten Finnairin tapauksestakin käy ilmi, hallinnontikoodin tiedonantovelvollisuuksien rikkomisesta on nyt meillä Suomessakin tapauskäytäntöä. Pörssiyhtiön johdon ja osakkeenomistajien välisen suhteen on toimiakseen perustuttava luottamukseen, ja loppujen lopuksi on erityisen tärkeää koko arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden kannalta se, että yhtiöiden johdon toiminnan voidaan olettaa olevan määrätynlaiset avoimuuskriteerit täyttävää.

Neljännän luvun alun teoriaosuudella oli tarkoituksena toimia alustuksena ennen siirtymistä tiedonsaantioikeuden lainsäädännöllisiin kulmakiviin eli ensimarkkinoista puhuttaessa listalleottoesitettä koskevaan sääntelyyn, ja jälkimarkkinoille tultaessa säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden käsitteisiin. Tiedonantovelvollisuuden piste- ja prosessikäsitteiden lyhyen esittelyn oli määrä luoda hieman syvällisempää käsitystä erityisesti säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olemuksista.

Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta käsitellään lainsäädännön tuntemien eri tiedonantokeinojen avulla. Pyrin tutkimuksessani kuvaamaan säännöllisen

tiedonantovelvollisuuden sellaisena kuin olen sen itse pohjimmiltaan ymmärtänyt, eli eräänlaisena arvopaperimarkkinaoikeudellisena kehikkona, joka itsestään on riittämätön ilman jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tuomaa tukea, mutta joka toisaalta on välttämätön perusrakenne toimivien arvopaperimarkkinoiden takaamiseksi. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tutkimisella tarkoitukseni oli juuri osoittaa jäykähkön, ennaltamääritellyn tiedotusvelvollisuuden riittämättömyys nykypäivän tehokkailla ja nopealiikkeisillä markkinoilla. Tulosvaroitusten tutkimisen yhteydessä pyrin tuomaan esille jatkuvan tiedonantovelvollisuuden välttämättömyyttä.

Viimeisessä aihekokonaisuudessa tarkoitukseni oli kuvata tiedonsaantioikeuden näkökulmasta katsottuna kiehtovaa aihetta eli sisäpiirintietoa, ja sen luomaa markkinatoimijoiden yhdenvertaisuutta uhkaavaa problematiikkaa. Koin ensiarvoisen tärkeäksi liittää kyseisen aihealueen osaksi tutkimustani, sillä jo pelkästään sisäpiirintiedon väärinkäytön suhteellinen yleisyys kotimaisessa arvopaperimarkkinaoikeudellisessa oikeuskäytännössä korostaa tarvetta ottaa aihe esille tutkittaessa tiedonsaantioikeudellisia kysymyksiä. Sisäpiirintiedon määritelmän vaatimukset täsmällisyydestä ja olennaisuudesta liittyvät kosketuspinnaltaan keskeisesti tiedonantovelvollisuuden piirissä käsiteltäviin kysymyksiin. Lisäksi sisäpiirintiedon kategorisoituminen teoriassa osin niin säännöllisen kuin jatkuvankin tiedonantovelvollisuuden kattamiin muotteihin lisää nähdäkseni tarvetta pohtia kyseenomaista teemaa sijoittajan tiedonsaantioikeuden ulottuvuuksia kartoittavassa tutkimuksessa.