

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rajoittaminen

Lapin yliopisto
Pro gradu -tutkielma
Olli-Pekka Isopoussu, 13895
Kauppaoikeus
Kevät 2018

SISÄLLYSLUETTELO

SISÄLLYSLUETTELO	II
LÄHTEET	V
1 JOHDANTO	1
2 TUTKIELMAN TARKOITUS.....	3
2.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tavoitteet.....	3
2.2 Miksi tiedonantovelvollisuudesta säädetään Euroopan unionin asetuksella?.....	4
2.3 Tutkielmassa käytettäviä käsitteitä	4
2.4 Kysymyksenasettelu	5
3 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS	7
3.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia asioita.....	7
3.1.1 Helsingin Pörssin säännöt	12
3.1.2 Hallituksen esityksen esiin nostamat asiat	14
3.1.3 Markkinatieto	15
3.1.4 Tiedonannon lykkääminen	16
3.1.5 Tiedon todenmukaisuuden varmistaminen.....	20
3.2 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuus-käsite	21
3.2.1 Olennaisuuden ulottuvuus	21
3.2.2 Olennaisuusharkinta	27
3.2.3 Osakkeen hinnanmuodostuksen vaikutus olennaisuusharkintaan	30
3.3 Tiedon täsmällisyys	32
3.4 Tiedon julkistamattomuus -edellytys.....	35
3.5 Relevanssikriteeri.....	38
3.5.1 Relevanssikriteerin kritiikki	38
3.5.2 Relevanssikriteerin tutkimusta ulkomailta	41
4 JATKUVAN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN RAJOITTAMINEN	44
4.1 Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta aiheutuva haitta	44
4.1.1 Totuudenvastainen ja harhaanjohtava tieto	47
4.1.2 Pörssiyhtiön oikeus olla tiedottamatta tietyistä asioista.....	49
4.2 Kovenanteista tiedottaminen.....	53
4.3 Yrityssalaisuus ja tiedonantovelvollisuus	56
4.3.1 Yrityssalaisuuden määritelmä	56
4.3.2 Tiedonantovelvollisuuden ja yrityssalaisuuden välinen jännite	59
4.4 Ostotarjousmenettely	63
5 YHTEENVETO.....	67

TIIVISTELMÄ

Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rajoittaminen

Tekijä: Olli-Pekka Isopoussu

Opetuskokonaisuus ja oppiaine: Pro Gradu -tutkielma, kauppaoikeus

Työn laji: Tutkielma _X_ Laudaturtyö __ Lisensiaatintyö __ Kirjallinen työ __

Sivumäärä: 70

Vuosi: 2018

Tiivistelmä: Tutkielmassa selvitetään jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellytyksiä. Näitä ovat tiedon olennaisuus, täsmällisyys, julkistamattomuus ja tiedon vaikutus osakkeen hintaan. Olennaisuusarviointi jaetaan olennaisuuden ulottuvuuden määrittämiseen, olennaisuusharkintaan ja osakkeen hinnanmuodostuksen vaikutukseen olennaisuusharkintaan. Täsmällisyysedellytystä tutkittaessa lähtökohtana on, että mitä täsmällisempää ja tarkempaa tieto on, sitä helpommin se kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Tiedon täsmällisyys erottaa tiedonantovelvollisuuden alaisen tiedon esimerkiksi markkinahuhusta.

Olennaisuus- ja täsmällisyyskriteerit toimivat yhdessä ja mitä olennaisempaa ja täsmällisempää tieto on, sitä helpommin se vaikuttaa osakkeen hintaan. Tiedonantovelvollisuusharkintaan vaikuttaa myös tiedon merkityksellisyys. Merkittävä tieto voi olla epätäsmällisenäkin osakkeen hintaan vaikuttavaa. Vähemmän merkityksellinen tieto taas ei välttämättä täsmällisenäkään saa aikaan hintavaikutusta.

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan mukaan tiedonantovelvollisuuden alaista on tieto, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus pörssiyhtiön osakkeen hintaan. Tutkielmassa kysytään, voidaanko sitten ajatella, että jos tieto on jo vaikuttanut osakkeen hintaan, se ei enää ole tiedonantovelvollisuuden alaista? Ja onko näin siitä riippumatta, onko tieto julkistettu pörssitiedotteella?

Tutkielman näkökulma jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen on pörssiyhtiön näkökulma. Tutkielmassa esitetään, että tiedonantovelvollisuusharkinnan painopisteen siirtäminen sijoittajien tiedonsaantioikeudesta yhtiön tiedonantoharkintaan vastaisi paremmin tiedonantovelvollisuusnormiston taustalla olevia periaatteita. Näin voidaan taata se, että yhtiö voi järjestää käytännön liiketoimintansa ja yhtiön johtamisen markkinoista ja tiedonantovelvollisuussäännöksistä piittaamatta.

Tutkielmassa tutkitaan myös, mitä mahdollisia haittoja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta voi pörssiyhtiöille olla. Tieto voi aiheuttaa olennaista haittaa yhtiölle tai sijoittajille. Yhtiölle olennaista haittaa aiheuttava tieto voi olla esimerkiksi yhtiön tulevaisuuden suunnitelmia koskevaa. Tai yhtiö on voinut luoda tiedon omaan käyttöönsä. Sijoittajan kannalta haitallinen tieto on harhaanjohtavaa tai niin osittaista, että se antaa virheellisen kuvan tiedotettavasta asiasta. Tieto voi olla epätasällistä tai se voi olla salassapitonormiston suojaamaa. Pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuus voi joissakin tilanteissa väistyä suuremman oikeushyvän suojelun tieltä.

Avainsanat: Jatkuva tiedonantovelvollisuus, Markkinoiden väärinkäyttöasetus 17 artikla, Tiedon olennaisuus, Haitallinen tieto, Yrityssalaisuus

Muita tietoja:

Suostun tutkielman luovuttamiseen Rovaniemen hovioikeuden käyttöön X

Suostun tutkielman luovuttamiseen kirjastossa käytettäväksi X

Suostun tutkielman luovuttamiseen Lapin maakuntakirjastossa käytettäväksi X

(vain Lappia koskevat)

LÄHTEET

KIRJALLISUUS

- Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. Talentum 2010.
- Annola, Vesa*: Informaatio, sisäpiiri, markkinat: arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turun yliopisto 2005.
- Annola, Vesa*: Markkinahuhu ja arvopaperin emittoija. *Lakimies* 7–8/2011, s. 1376–1392.
- Dittmar & Indrenius*: Pörssiyhtiön tiedonanto-opas. Dittmar & Indrenius 2014.
- Huovinen, Sakari*: Läpinäkyvyyden mantra ja corporate governance -suositukset. *Defensor Legis* 3/2009, s. 395.
- Huovinen, Sakari*: Medianvapaus sananvapauteen perustuvana oikeusperiaatteena. *Lakimies* 5/2008, s. 747.
- Huovinen, Sakari*: Nokia tiedonantovelvollisuuden tulkinnan rajanvetotapauksena. *Lakimies* 5/2005, s. 768.
- Huovinen, Sakari*: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Suomalainen lakimiesyhdistys 2004.
- Hyttinen, Mika*: Vaurastu kuin Warren Buffett. Talentum 2014.
- Hyöty, Jussi*: Osakekeissien pauloissa. Talentum 2006.
- Häyrynen, Janne*: Pörssiyhtiön tulevaisuuden ennusteiden merkitys tulosvaroituksen kannalta. *Defensor Legis* 1/2007, s. 70.
- Häyrynen, Janne – Parkkonen, Jarmo*: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet. Edita 2006.
- Kaisanlahti, Timo*: Kirjanpito-oikeus. Edita 2009.
- Kallunki Juha-Pekka – Niemelä, Jaakko*: Osakkeen arvonmääritys. Talentum 2012.
- Karhu, Juha*: Liikevahingon määrä varallisuus oikeudellisena ongelmana. *Defensor Legis* 4/2009, s. 554.
- Karjalainen, Jarkko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo*: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum 2008.
- Knuts, Märten*: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Talentum 2011.
- Koskinen, Seppo*: Ammatti- ja liikesalaisuus. Edita 2002.
- Kotiranta, Kai*: Sisäpiirintiedon syntyminen. Suomalainen lakimiesyhdistys 2014.
- Kurenmaa, Tero*: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys 2003.
- Laininen, Jenni*: Tulevaisuudennäkymien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan. *Defensor Legis* 1/2013, s. 23.
- Lauriala, Jari*: Kontrolli, riski ja informaatio. Lakimiesliiton kustannus 2001.
- Leppiniemi, Jarmo*: Pörssikurssi. WSOY 2002.
- Leppiniemi, Jarmo*: Yrityksistä kerrotaan – kuuntele ja kuule oikein. WSOY 2008.
- Lindström, Kim*: Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum 2012.
- Luukkonen, Marja*: Tutustu, ymmärrä ja päätä – sijoittajan selonottovelvollisuus oikeus- ja käyttäytymistieteellisestä näkökulmasta. Asiantuntija-artikkeli EDILEX 2016.
- Länsineva, Pekka*: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. Suomalainen lakimiesyhdistys 2012.
- Mandelbrot, Benoit – Hudson, Richard*: Huonosti käyttäytyvät osakkeet. Talentum 2016.
- Norros, Olli*: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOY 2009.
- Pönkä, Ville*: Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. *Lakimies* 6/2008, s. 963.
- Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton kustannus 1998.
- Ruoho, Kati*: Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. Asiantuntija-artikkeli EDILEX 2003.
- Saario, Seppo*: 100 ikivihreää pörssivihjettä. Varesvuo Partners 1994.
- Seppänen, Janne*: Tulevaisuudennäkymistä kertominen. Teoksessa: Arvopaperimarkkinat, toim. Nuutila – Saarnilehto. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta.

- Varis, Kaisa*: Osakkeenomistajan kyselyoikeus ja johdon velvollisuudet pörssiyhtiössä. Asiantuntija-artikkeli EDILEX 2014.
- Viljanen, Mika*: Vahingonkorvauksen määrä. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2008.
- Virtanen, Marjatta*: Sijoittajaviestintä strategisena työkaluna. Edita 2000.
- Vuorijoki, Jari*: Yrityksen teknologia- ja yhteistyösopimukset. Edita 2007.
- Välimäki, Olli*: Kovenantit: rahoitussopimuksen kovenanttiohjaus. Lakimiesliiton kustannus 2014.

VIRALLISLÄHTEET

- Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014.
- Arvopaperimarkkinalaki 1989/495.
- Kirjanpitolaki 1997/1336.
- HE 254/1998. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Helsinki 1998.
- HE 137/2004. Hallituksen esitys osakeyhtiölaiksi. Helsinki 2004.
- HE 6/2006. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta. Helsinki 2006.
- Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3-5 luvussa tarkoitetuista esitteistä 1019/2012. Helsinki 2012.
- Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 1020/2012. Helsinki 2012.
- Finanssivalvonnan standardi 5.2b dnro 7/120/2004. Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus. Saatavissa: http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Arkisto/Ratan_valvottavatiedotteet/Documents/5.2b.std2.pdf (viitattu 27.4.2017).

ITSESÄÄNTELYTAPAUKSET

- Arvopaperimarkkinayhdistyksen asettama ostotarjouskoodi. Saatavissa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2013/12/ostotarjouskoodiweb.pdf> (viitattu 6.8.2017).
- Helsingin pörssin säännöt. Arvopaperipörssin säännöt 1.1.2017. Saatavissa: http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Rules-of-the-Exchange_FI_tcm5044-25491.pdf (viitattu 6.8.2017).
- Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi (Corporate Governance) 2016. Arvopaperimarkkinayhdistys. Saatavissa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/6/2015/06/uusi-hallinnointikoodi-17.6.2015.pdf> (viitattu 6.8.2017).
- Suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Helsinki Takeover Code 2006. Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunta. Saatavissa: <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2017/04/helsinki-takeover-code061215fi.pdf> (viitattu 6.8.2017).

OPINNÄYTETYÖT

- Lehtimäki, Tuomas*: Pro Forma -informaatio ja vaihtoehtoiset tunnusluvut osana pörssiyhtiöiden tiedottamista Suomessa ja Yhdysvalloissa. Pro gradu -tutkielma, Turun yliopisto 2006.
- Nilsson, Oscar*: The role of buyout backing in the mitigation of IPO-related information asymmetries. Pro gradu -tutkielma, Aalto-yliopisto 2012.

1 JOHDANTO

Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan pörssiyrityksille asetettua velvollisuutta tiedottaa osavuosisikatsausten välillä tapahtuneista olennaisista muutoksista. Koska tällainen velvollisuus on asetettu, on tärkeää myös pohtia, missä kulkevat sen rajat. Aivan kaikkea tietoa tiedonantovelvollisuuden piiriin ei voida asettaa. Jos näin toimittaisiin, pörssiyritykset menettäisivät liiketoimintaedellytyksensä. Jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa on kyse jännitteestä, joka syntyy velvollisuudesta julkistaa olennainen, osakkeen hintaan vaikuttava tieto, ja toisaalta pörssiyrityksen oikeudesta salata osa tiedosta yhtiöntiedoksi.

Aihe on aina ajankohtainen. Pörssiyritykset tiedottavat jatkuvasti ja sijoittajansuojan kannalta on varmistettava, että tiedotettava tieto on riittävää. Aiheen tutkiminen erityisesti tiedonantovelvollisuuden rajoittamisen näkökulmasta parantaa pörssiyrityksien oikeusturvaa. Pörssiyrityksillä tulee olla oikeus olla tiedottamatta liiketoimintaedellytyksien näkökulmasta kriittisestä tiedosta. Tutkimuskysymykseni on, onko pörssiyrityksellä oikeus suojata informaatiovarallisuutta, ja jos on, niin missä laajuudessa? Jo lähtökohtaisesti on selvää, että esimerkiksi yrityssalaisuudet eivät kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Mutta se, mitä on yrityssalaisuus on kyseenalaista. Näkökulmani jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen on pörssiyrityksien oikeuksien suojeleminen.

Tutkielmassa tutkitaan pörssiyritykselle asetettua tiedonantovelvollisuutta ja sijoittajien oikeutta tietoon ja toisaalta vastakkaisena periaatteena pörssiyrityksen oikeutta suojata informaatiovarallisuuttaan. Tutkielmassa tutkitaan niitä haittoja, joita jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta voi pörssiyrityksille aiheutua. Tutkielmassa ei tutkita jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta pörssiyrityksille aiheutuvia kustannuksia. Tutkielman kohteena on erityisesti markkinoiden väärinkäyttöasetus ((EU) N:o 596/2014, MAR) ja Finanssivalvonnan asettama virallistason ohjeistus. Lähteenä käytetään oikeuskirjallisuutta. MAR:n kumottua arvopaperimarkkinalain (746/2012, AML) pykälän jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta ja sitä koskeneet hallituksen esitykset, tutkimusajankohta on toisaalta hyvin ajankohtainen ja toisaalta paljon hyvää lähdemateriaalia on kumoutunut.

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ovat aiemmin tutkineet esimerkiksi Sakari Huovinen, Vesa Annola ja Kai Kotiranta. Sakari Huovinen on käsitellyt väitöskirjassaan “Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus, sijoittajien odotukset ja media” tiedonantovelvollisuutta jälkimarkkinoilla. Huovisen väitöskirjaa on käytetty tässä tutkielmassa lähteenä laajasti. Erona Huovisen tutkimukseen on, että tässä tutkielmassa ei käsitellä säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, vaan ainoastaan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Vesa Annolan väitöskirjassa “Informaatio, sisäpiiri, markkinat” on käsitelty informaatiota, toisaalta tiedonantovelvollisuuden alaista ja

toisaalta sisäpiiri-informaatiota. Vesa Annolan väitöskirja on uudella tapaa ajankohtainen MAR:n asetettua tiedonantovelvollisuuden alaiseksi kaiken sisäpiiritiedon. Sisäpiiritiedon määritelmää on tutkinut myös Kai Kotiranta väitöskirjassaan “Sisäpiiritiedon syntyminen”. Erona aiempaan tutkimukseen on, että tässä tutkielmassa näkökulma tiedonantovelvollisuuteen on ensisijaisesti pörssiyhtiön näkökulma.

Luvussa kaksi määrittelen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja siihen liittyvät käsitteet. Luvussa kaksi käsitellään jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tavoitteita ja sitä, miksi jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään Euroopan unionin asetuksella. Luvussa kaksi tehdään myös tarkempi kysymyksenasettelu.

Luvussa kolme on sekä kuvailevaa tutkimusta, että uusia näkökulmia tutkimukseen. Ensimmäiset jaksot kuvailevat jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellytyksiä. Tämän jälkeen tutkitaan tiedon julkistamattomuutta ja asetetaan relevanssi-kriteerin kritiikki. Luvussa kolme esitän, että tiedonantovelvollisuuden kriteerinä voitaisiin käyttää tiedon merkityksellisyyttä yhtiön näkökulmasta. Nykyisin pörssiyhtiön on julkistettava sisäpiiritieto jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus osakkeen hintaan (MAR 17 artikla). Perustelunani on, että tiedonantoharkinta suoritetaan yhtiössä, ja tiedon vaikutus osakkeen hintaan on melko sattumanvaraista. Tiedonantovelvollisuuden kriteerinä voitaisiin käyttää tiedon merkityksellisyyttä yhtiön näkökulmasta. Vain yhtiö voi valvoa, että yhtiön informaatiovarallisuus ei menetä arvoaan, vaikka osa tiedoista julkistettaisiinkin.

Uutena näkökulmana tämän tutkimuksen luvussa neljä pyritään löytämään tiedonantovelvollisuudelle rajat, sekä arvioidaan sitä, aiheutuuko tiedonantovelvollisuudesta pörssiyhtiöille haittaa. Luvussa neljä käsitellään totuudenvastaista ja harhaanjohtavaa tietoa, sekä pörssiyhtiön oikeutta olla tiedottamatta tietyistä asioista. Edelleen luvussa neljä käsitellään tiedonantovelvollisuuden ja yrityssalaisuuden välistä jännitettä ja ostotarjousmenettelyä tiedonantovelvollisuuden erityistilanteena.

2 TUTKIELMAN TARKOITUS

2.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tavoitteet

Oikeuskirjallisuudessa jatkuvalla tiedonantovelvollisuudelle on asetettu erilaisia tavoitteita. Sakari Huovinen asettaa jatkuvalla tiedonantovelvollisuudelle viisi tavoitetta: 1) suojelutavoite, 2) tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoite, 3) riittävien ja oikeiden tietojen tavoite, 4) virheellisten tietojen leviämisen estämistavoite ja 5) markkinoiden tehostamistavoite. Seuraavaksi edellä esitetyjä tavoitteita kuvataan lyhyesti. Asetettujen tavoitteiden mukaan tiedonantovelvollisuuden tavoite on antaa turvaa sijoittajille ja tasoittaa toisen osapuolen, yhtiön tiedollista ylivoimaa sijoittajiin nähden. Sääntelyn tavoitteena on alentaa sijoittajille tiedon hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia. Tiedonantovelvollisuuden tavoite on varustaa sijoittajat riittävillä ja oikeilla tiedoilla. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on vähentää virheellisten tietojen leviämistä ja erehdyttämisen mahdollisuuksia arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi tietojen julkistamisen katsotaan luovan perustan sijoittajan arviolle pörssiosakkeesta ja antavan sijoittajille mahdollisuuden omilla ratkaisuillaan vaikuttaa osakkeen hintakehitykseen.¹

Arvopaperimarkkinasääntelyn keskeisin tavoite on pääomamarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaaminen. Arvopaperimarkkinalainsäädännöllä pyritään varmistamaan markkinoiden luotettava toiminta ja edistämään sijoittajansuojaa. Sääntelyllä voidaan edistää arvopaperimarkkinoilta saatavan rahoituksen kustannustehokasta saatavuutta. Arvopaperimarkkinalaissa säädetään yhä kolmesta koko lain soveltamisalan kattavasta yleisestä periaatteesta. Näitä ovat hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn kielto², totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kielto³, sekä periaate riittävien tietojen tasapuolisesta pitämisestä saatavilla⁴. Näitä periaatteita sovelletaan MAR:n rinnalla.

Vesa Annolan mukaan arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn keskeisenä tavoitteena on tehokkuuden toteuttaminen. Tehokkuuden ohella korostetaan puolueettomuuden ja siihen sisällytettävän oikeudenmukaisuuden tavoitteita. Tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden tavoitteita ei tarvitse nähdä vastakkaisina. Sijoittajien luottamus markkinoiden oikeudenmukaisuuteen on edellytys aktiiviselle kaupankäynnille ja näin myös tehokkuustavoitteen saavuttamiselle.⁵ Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tavoitteena on siis markkinoihin kohdistuvan luottamuksen turvaaminen. Luottamus markkinoihin edellyttää, että kukin yksit-

¹ Huovinen 2004, s. 8.

² AML 1:2 §.

³ AML 1:3 §.

⁴ AML 1:4 §.

⁵ Annola 2005, s. 110.

täinen sijoittaja voi uskoa saavansa kaikki ne tiedot, jotka ovat muidenkin markkinaosapuolten käytettävissä.⁶ Myös markkinoiden puolueettomuus muodostuu siitä, että sijoittajat ovat tasavertaisia tiedonsaannin suhteen.⁷

2.2 Miksi tiedonantovelvollisuudesta säädetään Euroopan unionin asetuksella?

MAR:n mukaan todelliset rahoituspalvelujen sisämarkkinat ovat ratkaisevan tärkeitä unionin taloudellisen kasvun ja työpaikkojen luomisen kannalta.⁸ Yhentyneet, tehokkaat ja avoimet rahoitusmarkkinat edellyttävät, että markkinat ovat luotettavat. Arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus markkinoihin ovat taloudellisen kasvun ja vaurauden ennakkoehtoja. Markkinoiden väärinkäyttö vähentää rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja yleistä luottamusta osakkeisiin.⁹

Yhdenmukaisemman ja vahvemman sääntelykehyksen laatiminen on tarpeen, jotta voidaan säilyttää markkinoiden luotettavuus, välttää sääntelyn katvealueiden mahdollinen hyväksikäyttö, varmistaa vastuuvollisuus markkinoiden manipulointiyritysten yhteydessä ja tarjota markkinaosapuolille enemmän oikeusvarmuutta ja yksinkertaisempaa sääntelyä.¹⁰ Aiemmin sääntelyä yhtenäistettiin markkinoiden väärinkäyttödirektiivillä 2003/6/EY. Direktiivillä täydennettiin ja ajantasaistettiin markkinoiden luotettavuuden suojaamiseen tähtäävää unionin lainsäädäntökehystä. Direktiivi korvataan nyt asetuksella, koska mainitun direktiivin voimaantulon jälkeen tapahtunut lainsäädännön, markkinoiden ja tekniikan kehitys on johtanut huomattaviin muutoksiin rahoitusallalla.¹¹

2.3 Tutkielmassa käytettäviä käsitteitä

Jatkuvan tiedonantovelvollisuus on pohjoismainen käsite. Esimerkiksi Yhdysvalloissa suojataan sitä, ettei julkistamattoman tiedon avulla voi tehdä muita sijoittajia parempia sijoituksia. MAR 17 artikla asettaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden. Sen mukaan pörssiyhtiön on ilmoitettava yleisölle mahdollisimman pian sisäpiiritiedosta, joka koskee suoraan kyseistä pörssiyhtiötä. Sisäpiiritieto määritellään MAR 7 artiklassa luonteeltaan täsmälliseksi ja julkistamattomaksi tiedoksi, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan pörssiyhtiöön ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten osakkeiden hintoihin.

⁶ Annola 2005, s. 94, 166.

⁷ Annola 2005, s. 335.

⁸ MAR, johdanto-osan perustelukappale 1.

⁹ MAR, johdanto-osan perustelukappale 2.

¹⁰ MAR, johdanto-osan perustelukappale 3.

¹¹ MAR, johdanto-osan perustelukappale 4.

Haitta määritellään menetykseksi, joka pörssiyhtiölle aiheutuu jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Tutkielmassa tutkittava haitta kohdistuu yhtiön omistamaan informaatiovarallisuuteen tai liiketoimintaedellytyksiin. Tieto voi olla tiedonantovelvollisuusnormiston tavoitteiden kannalta haitallista. Lisäksi tieto voi aiheuttaa olennaista haittaa pörssiyhtiölle tai sijoittajille. Tiedonantovelvollisuuden toteuttamisesta aiheutuvia kustannuksia ei tutkita.

Yrityssalaisuus määritellään tiedoksi, joka suojaa yhtiön omistusoikeutta. Yrityssalaisuudella tarkoitetaan tietoja, jotka yritys haluaa ja tosiasiaassa myös pitää salassa. Yrityssalaisuus on luottamuksellista tietoa, joka mahdollistaa yrityksen kilpailukyvyyn ja markkina-aseman. Yrityssalaisuuden suoja on aina suhteellista. Yleisesti tunnettu tieto ei kuitenkaan voi olla yrityssalaisuus.¹²

Tutkielmassa käytetään synonyymeinä termejä “pörssiyhtiö”, “yhtiö” ja “liikkeeseenlaskija”. Liikkeeseenlaskija viittaa osakkeen liikkeeseenlaskemiseen, jota ei tässä tutkielmassa tutkita. Sen vuoksi yleisimmin käytetty termi on pörssiyhtiö. Joissain tapauksissa toiston vähentämiseksi puhutaan vain yhtiöstä. Tutkielmassa käytetään synonyymeinä myös termejä “jatkuva tiedonantovelvollisuus” ja “tiedonantovelvollisuus”. Tutkielma tutkii vain jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ja joissakin yhteyksissä toiston välttämiseksi puhutaan tiedonantovelvollisuudesta.

2.4 Kysymyksenasettelu

Tutkielma keskittyy kysymään, missä kulkevat jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rajat? Tiedonantovelvollisuus ei ulotu yrityssalaisuuden suojaamaan tietoon. Tiedonantovelvollisuutta ei voida kuitenkaan rajata tiedonantovelvollisuuden alaiseen tietoon ja yrityssalaisuuden suojaamaan tietoon. Tiedonantovelvollisuuden ulkopuolelle rajataan myös esimerkiksi yhtiön ansaintalogiikkaan liittyvää tietoa ja tietoa, jonka yhtiö on luonut omaan käyttöönsä.

Tutkielmassa kysytään pörssiyhtiöiltä, aiheutuuko tiedonantovelvollisuudesta niille haittaa? Tutkielman olettamana on, että tiedonantovelvollisuudesta aiheutuu pörssiyhtiöille jonkinlaista haittaa ja tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuden rajat on hahmotettava. Suurin ongelma luonnollisesti on, jos tiedonantovelvollisuudesta aiheutuu haittaa pörssiyhtiön liiketoimintaedellytyksille.

Tutkielmassa kysytään myös, mitä tapahtuisi tilanteessa, jossa pörssiyhtiö haluaisi välttää tiedonantovelvollisuutensa vetoamalla siihen, että tiedonantovelvollisuuden alainen tieto on yrityssalaisuus? Tiedonantovelvollisuuden ja yrityssalaisuuden välillä on jännite, jonka ratkaisemiseksi tulee ensimmäiseksi ratkaista, mikä tieto on yrityssalaisuuden piiriin kuulu-

¹² HE 66/1988, s. 93.

vaa. Voiko yrityssalaisuus joutua tiedonantovelvollisuuden alaiseksi, jos se ei ole liiketoimintaedellytyksiä suojaavaa?

3 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

3.1 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia asioita

Pörssiyhtiön jatkuvaa velvollisuutta tiedottaa osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista nimitetään jatkuvaksi tiedonantovelvollisuudeksi. Arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot on julkistettava niiden tultua yhtiön johdon tietoon. Tässä kappaleessa pohditaan sitä, missä määrin aiemmat hallituksen esitykset, Finanssivalvonnan standardit ja Pörssin säännöt ovat sovellettavissa vielä MAR:n voimaantulon jälkeen. Kappaleessa oletetaan, että aiemmin hallituksen esityksissä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin luettu tieto on nykyisin sisäpiiritietoa. Täyttä varmuutta tästä ei ole, koska MAR on niin uusi ja uusi sisäpiiritiedon käsite ei ole vielä täsmentynyt oikeuskirjallisuudessa tai oikeuskäytännössä. Uusi perussäännös jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta on MAR:n 17 (1) artikla:

Liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava yleisölle mahdollisimman pian sisäpiiritiedosta, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaa.

Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan MAR-asetuksen 7 artiklassa määriteltyä sisäpiiritietoa. 7 artiklassa luetellaan kaikkiaan neljän tyyppistä sisäpiiritietoa, mutta vain yksi määritelmistä koskee osakkeita. 7 artiklan mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin. Tässä yhteydessä rahoitusvälineillä tarkoitetaan osakkeita.

7 artiklan 2 kohdan mukaan sovellettaessa 1 kohtaa tiedon katsotaan olevan luonteeltaan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, edellyttäen että se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta osakkeiden hintoihin. Sellaisissa pitkäkestoisissa menettelyissä, joilla pyritään tai jotka johtavat erityisten olosuhteiden ilmenemiseen tai erityisen tapahtuman toteutumiseen, täsmälliseksi tiedoksi voidaan katsoa kyseiset tulevat olosuhteet tai tuleva tapahtuma ja myös kyseisen menettelyn välivaiheet, jotka liittyvät kyseisten tulevien olosuhteiden ilmenemiseen tai kyseisen tulevan tapahtuman toteutumiseen. 7 artiklan 3 kohdan mukaan pitkäkestoisen menettelyn välivaihetta on pidettävä sisäpiiritietona, jos se sellaisenaan täyttää 7 artiklassa tarkoitettut sisäpiiritiedon kriteerit.

Tiedonantovelvollisuus kohdistuu kaikkeen tietoon, joka on riittävän tarkkaa, ja jolla voi olla olennainen vaikutus osakkeen hintaan. Kaikki likkeeseenlaskijaan olennaisesti vaikuttava tieto on myös osakkeeseen olennaisesti vaikuttavaa. Osakkeen arvonmääritys kohdistuu yhtiön toimintaan. Jotta tieto kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin, sen tulee olla merkityksellistä. Vähämerkityksellinen tieto ei ole olennaisesti osakkeen hintaan vaikuttavaa.

Kun sisäpiiritieto syntyy, pörssiyhtiö julkistaa kyseessä olevan sisäpiiritiedon MAR 17(1) artiklan mukaisesti mahdollisimman pian tai tekee päätöksen sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisestä MAR 17(4) artiklan mukaisesti.¹³

Finanssivalvonta on antanut ohjeistusta koskien pörssiyhtiöiden sisäpiiritiedon käsitteilyä ja julkaisua. Jos osavuositarkastusten valmistelun yhteydessä syntyy riittävän luotettavaksi ja täsmälliseksi katsottavaa taloudellista informaatiota, eli sisäpiiritietoa, tulee arvioida huolellisesti, aikaansaako se tulosvaroituksen antamisvelvollisuuden. Jos sisäpiiritiedon ehdot täyttyvät siinä määrin, että pörssiyhtiö on velvollinen antamaan tulosvaroituksen, tieto pitää julkistaa mahdollisimman pian. Tulosvaroitusta edellyttävän tiedon kohdalla ei voi tehdä lykkäyspäätöstä. Seuraavaksi pörssiyhtiön tulee harkita sisäpiirihankkeen perustamista ja arvioida tiedon mahdollista lykkäämistä. Taloudellisen raportoinnin valmistelu ei Finanssivalvonnan käsityksen mukaan itsessään edellytä sisäpiirihankkeen perustamista.¹⁴

MAR:n kumottua VAML:n hallituksen esityöt ja Finanssivalvonnan standardin 5.2b, jatkuvan tiedonantovelvollisuuden määrittelijänä suureen rooliin nousee Helsingin Pörssin säännöt. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain (1070/2017) mukaan pörssin on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säänneltyä markkinaa koskevat säännöt. Valtiovarainministeriö vahvistaa pörssin säännöt ja niiden muutokset.¹⁵ Lainsäädäntö edellyttää pörssiltä sääntöjä mm. listayhtiöiden velvoitteista. Pörssin sääntöjen rakenne säilyi markkinoiden väärinkäyttöasetuksen jälkeen. Pörssin säännöissä on sääntö ja selostusteksti, sekä velvoitteet ja ohjeet niiden soveltamiseksi. Sääntökirjassa annetaan konkretiaa MAR 17 (1) artiklalle. Pörssin säännöt yhtenäistää tiedotuskäytäntöjä ja toimii käytännön apuna listayhtiölle tiedotustilanteissa.

7 artiklan 4 kohdan mukaan sovellettaessa 1 kohtaa tiedolla, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus osakkeiden hintoihin, jos se julkistettaisiin, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Tie-

¹³ Finanssivalvonnan kysymyksiä ja vastauksia -osio:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/17_artikla/Documents/Finanssivalvonta_Q_A_Sisapiiritiedon_julkistaminen_MAR_17_artikla.pdf.

¹⁴ Finanssivalvonnan kysymyksiä ja vastauksia -osio:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/Documents/Esitysmateriaali_MAR_052016.pdf.

¹⁵ Helsingin Pörssin säännöt, johdanto.

donantovelvollisuus harkinnassa käytetään siis apuna huolellisen sijoittajan testiä. Tieto on osakkeen hintaan vaikuttavaa ja siten tiedonantovelvollisuuden alaista, jos huolellinen sijoittaja todennäköisesti käyttäisi tietoa harkitessaan osakkeeseen sijoittamista. Tällöin tiedolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus osakkeen hintaan. Yhtiöittäin ja toimialoittain vaihtelee, kuinka suuri vaikutus tiedolla tulee olla osakkeen hintaan. Huolellisen sijoittajan testin tarkoituksena on antaa yhtiöille mahdollisuus olla tiedottamatta keskeneräisistä ja epävarmoista seikoista.

Tämän tutkimuksen kannalta on tärkeää hahmottaa, miten yhtiö voi täyttää tiedonantovelvollisuutensa ilman, että sen liiketoimintaedellytykset kärsivät. Kun osa tiedosta jää yhtiön yrityssalaisuudeksi, syntyy ongelma, jota kutsutaan nimellä “lemon effect”. Vaikka tiedottaminen on tärkeää, melko paljon tietoa jää tiedonantovelvollisuuden ulkopuolelle, jotta voidaan taata reilu kilpailu markkinoilla. Tällöin osakkeen hintaan vaikuttavaa tietoa jää tiedottamatta. Lau Hansen on kuvannut ongelmaa seuraavasti:¹⁶

The seller of a product is required to disclose information about his product that is relevant for the buyer's decision whether to purchase the product, but he is not required to disclose how the product was manufactured as such disclosure of his business secrets would soon put him out of business... Thus, although disclosure is important, quite a lot of information should not be disclosed after all if we want to ensure competition in the market and the efficient use of resources that competition ensures. That begs the question how a Lemon effect is to be avoided, if pricesensitive information remains undisclosed and thus monopolistic?

Tiedonantovelvollisuusharkinnassa tulee ensin tutkia, mikä tieto on täsmällistä ja olennaista ja tämän jälkeen rajata tästä tietojoukosta pois ne tiedot, jotka ovat jo vaikuttaneet osakkeen hintaan.¹⁷ Tiedon täsmällisyyden, samoin kuin olennaisuuden, arviointi on tapauskohtaista kokonaisharkintaa. Vain täsmällinen ja riittävän tarkka tieto voi olla tiedonantovelvollisuuden alaista tietoa. Tiedonantovelvollisuuden alaiselta tiedolta edellytetään, että se voi vaikuttaa osakkeen hintaa. Jo osakkeen hintaan absorboitunut tieto on jo osakkeen hintaan vaikuttanutta, eikä voi enää tulla tiedonantovelvollisuuden alaiseksi.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on luoda liikkeeseenlaskijasta läpinäkyvä kuva. Pörssiyhtiön tiedottamiselta odotetaan johdonmukaisuutta ja selkeyttä. Liikkeeseenlaskijalta odotetaan ajantasaista, kattavaa ja vertailukelpoista tietoa osakkeeseen ja liikkeeseenlaskijaan vaikuttavista seikoista.¹⁸ Osakkeen hintaan voi vaikuttaa myös tieto, joka ei vaikuta yhtiöön. Sisäpiiritietoa ei ole osakkeen hintaan vaikuttava tieto, joka ei liity yhtiöön. Esimerkiksi osakkeella käytävä kauppa voi heilautella osakkeen hintaa. Pörssiyhtiöllä ei ole tiedonantovelvollisuutta osakkeen hintaan vaikuttavista osakekaupoista.

¹⁶ Hansen 2012, s. 4.

¹⁷ Knuts 2011, s. 30.

¹⁸ Finanssivalvonnan standardi 5.2b (kumottu).

Julkistettavat seikat liittyvät yleensä yhtiön toimintaympäristöön ja niihin vaikutuksiin, joita siinä tapahtuvat muutokset aiheuttavat yhtiölle ja sen toiminnalle. Tällaisia ovat esimerkiksi yhtiön tulokseen ja taloudelliseen asemaan vaikuttavat seikat, kuten kysynnän tai kustannusrakenteen voimakas muuttuminen.¹⁹ Meneillään olevista oikeudenkäynneistä yhtiön ei tarvitse tiedottaa, kuten ei muistakaan keskeneräisistä asioista. Jo ratkaistujen oikeustapausten kohdalla tiedonantovelvollisuuden on vaikutusta oikeuskäsittelyn intressillä, sillä esimerkiksi välimiesmenettelyn rahallisen intressin ollessa merkittävä tulisi yhtiön ilmoittaa välimiesmenettelystä julkisen kaupankäynnin järjestäjälle välitystuomion antamisen jälkeen.²⁰

Tiedonantovelvollisuuden alaista on esimerkiksi tieto yhtiön tulevasta tulospöytäkirjasta, tieto yhtiön vähentyneistä luottotappioista ja tieto myytyjen tuotteiden keskikatteesta. Muuta tiedonantovelvollisuuden alaista pörssi-yhtiöön suoraan liittyvää tietoa voi olla esimerkiksi:²¹

- merkittävän omaisuuden tai liiketoiminnan osan hankkiminen tai luovuttaminen
- liikkeeseenlaskijan omaisuuteen ja velkoihin, taloudelliseen asemaan tai voittoon ja tappioon vaikuttavat uudelleenjärjestelyt
- yhden tai useamman pankin luottosopimusten peruuttaminen tai purkaminen
- uudet lisenssit, patentit ja rekisteröidyt tavaramerkit
- patenttien, oikeuksien tai immateriaaliomaisuuden arvon vähentyminen markkinainnovaatioiden vuoksi
- omaisuuden arvon muutokset
- tuotevastuuta tai ympäristöhaittaa koskevat oikeustapaukset
- merkityksellinen velallisten maksukyvyttömyys
- vakuuttamattoman omaisuuden tuhoutuminen
- asiakkailta saadut tilaukset, niiden perumiset tai merkittävät muutokset
- vetäytyminen tai siirtyminen uusille markkina-alueille.

Osakkeen hintaan vaikuttavat tiedot yhtiön kilpailuasemasta, tulokseteko- ja osingonmaksukyvyistä sekä tieto yhtiön asiakkaan suurista toimeksiannoista. Tiedonantovelvollisuuden alaiseksi voi tulla tieto yhtiön kannattavuus- ja kasvuodotuksista sekä tiedot niistä riskeistä, joiden takia odotukset eivät toteudukaan. Tieto yhtiön maksuvaikeuksista tai tieto yhtiön aikeesta hakeutua konkurssiin on osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttava.²²

Mårten Knuts antaa kirjassa “Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla” neljä esimerkkiä siitä, milloin yhtiöllä on tiedonantovelvollisuus ja milloin ei:

Tieto lääkeyhtiön uudesta valmistusprosessia tehostavasta patentista tulee todennäköisesti kasvattamaan myyntiä, minkä vuoksi lääkeyhtiön osakkeeseen kohdistuvaa sijoituspäätöstä harkittaessa, tieto patenttihakemuksen todennäköisestä hyväksynnästä on olennainen. Tieto kuuluu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin.²³

¹⁹ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 139.

²⁰ Varis 2014, s. 1.

²¹ Knuts 2011, s. 37.

²² Ruoho 2003, s. 126.

²³ Knuts 2011, s. 108.

Arvoyhtiön päätös luopua kokonaan osingonmaksusta, joka aikaisemmin on johdonmukaisesti ollut 45 prosenttia yhtiön nettotuloksesta, on osakkeen hinnanmuodostuksen kannalta hyvinkin keskeinen, negatiivinen tieto yhtiöstä ja sen johdon tulevaisuudenuskosta. Tieto kuuluu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin.²⁴

Tieto juuri tietyn tiedemiehen siirtymisestä lääkeyhtiön lääkekehitystiimiin edistämään edellisessä esimerkissä mainittua patenttihakemusta ei ole olennainen. Tieto tiedemiehen uudesta työsopimuksesta ei kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin.

Kasvuyhtiön päätöstä luopua kokonaan osingonmaksusta ei voida pitää poikkeuksellisenä tai edes välttämättä sijoituspäätökseen vaikuttavana seikkana. Tieto ei edellytä tiedottamista välittömästi, vaan voidaan tiedottaa seuraavan osavuositarkastuksen yhteydessä.

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijan kassavirtaa ja yhtiön taloudelliseen kehitykseen liittyviä numerotietoja. Jatkuva tiedonantovelvollisuus taas liittyy ensi kädessä itse liiketoimintaan lukujen takana. Voidaankin katsoa, että säännöllinen- ja jatkuva tiedonantovelvollisuus täydentävät toisiaan.²⁵ Jatkuva tiedonantovelvollisuus eroaa säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta siten, että säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvilla asioilla on tietty määrätty aikaväli, jolloin tiedonanto tulee tehdä. Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvat taas uutismaiset tapahtumat.²⁶

Pörssiyhtiöllä tulee olla tiedonantopolitiikka, jonka mukaan se päättää, milloin yhtiössä tapahtuneista muutoksista tiedotetaan. Lisäksi yhtiöllä on erilaisia riskienhallintaprosesseja, joilla pyritään nostamaan keskusteluun riskipitoiset asiat. Yhtiö voi saada toimintansa dokumentoinnista suojaa viranomaisen tarkastustoimintaa vastaan.²⁷ Kun yhtiö dokumentoi tiedotustoimintansa, yhtiö voi perustella toimintaansa ja osoittaa näin olleensa huolellinen.

Ollakseen MAR 17 artiklan mukaista sisäpiiritietoa, tiedolta ei edellytetä, että sillä olisi vaikutusta osakkeen hintaan. Olennainenkaan tieto ei välttämättä julkaisuhetkellä vaikuta osakkeen hintaan. Osakkeen hinta on riippuvainen markkinoiden käyttäytymisestä. MAR 17 artikla koskee sellaistaakin tietoa, joka ei sen julkistamisen jälkeen välittömästi vaikuta osakkeen hintaan, mutta joka voi pidemmällä aikavälillä nostaa osakkeen hintaa suhteessa muihin osakkeisiin. Esimerkiksi yhtiön suorittamat alaskirjaukset vähentävät taseessa olevan omaisuuden määrää. Alaskirjaukset eivät kuitenkaan aina vaikuta osakkeen hintaan.

Pörssiyhtiö vastaa antamiensa tietojen oikeellisuudesta, mutta ei siitä, miten markkinat tietojen arvoa tulkitsevat. Pörssiyhtiöllä ei ole esimerkiksi velvollisuutta antaa tulosvaroitusta pelkästään sillä perusteella, että yhtiön tulos tulee poikkeamaan puolueettomien sijoitusanalyttikoiden ennusteista.²⁸ Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudelle oikeuskirjallisuudessa asetetut tavoitteet kaiken yhtiöntiedon läpinäkyvyydestä, jatkuvuudesta, ajantasaisuudesta, kattavuudesta

²⁴ Knuts 2011, s. 110.

²⁵ Norros 2009, s. 108.

²⁶ Ruoho 2003, s. 120.

²⁷ Huovinen 2004, s. 219.

²⁸ Häyrynen 2006, s. 293.

desta ja vertailukelpoisuudesta ovat periaatteita, joita ei käytännössä voida aina noudattaa. Niihin voidaan pyrkiä ja ne voivat antaa tehtäville ratkaisuille suuntaa, mutta niiden kirjaimellinen noudattaminen johtaisi markkinat kaaokseen.²⁹

Yhtiön harkintaan jää se, mistä tiedoista se tekee tiedonannon. Yhtiön johdon tulee arvioida tapahtuman ja siitä tehtävän tiedonannon merkitystä yhtiölle ja tämän jälkeen päättää, tehdäänkö tiedonanto. Tiedonantoharkintaa vaikeuttaa epävarmuus tiedon oikeellisuuden sekä itse tiedon merkityksestä. Markkinat saattavat yli- tai alireagoida julkistettuun tietoon.³⁰

Yhtiön johto voi vaikuttaa tiedon merkityksellisyyteen. Yhtiön johto arvioi esimerkiksi tilinpäätöksessä esitettävät seikat. Tilinpäätöksestä voi tulla hyvin erilainen riippuen siitä, miten yhtiö tilitietojaan käsittelee. Tilinpäätös toimii jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perustana. Tilintarkastaja tarkastaa tilinpäätöksen. Hän päättää siitä, onko johdon antama kuva oikea vai väärä. Tilinpäätöksessä kuvataan siis yhtiön lukuja, ei sen liiketoimintaa tai strategiaa. Jos tilintarkastaja ei hyväksy yhtiön esittämiä lukuja, yhtiön on väistämättä muutettava myös muuta tiedottamistaan. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhteydessä esitettyjen tavoitteiden täytyy olla linjassa hyväksytyin tilinpäätöksen kanssa. Tilinpäätös pakottaa yhtiön tarkastelemaan kriittisesti tiedottamistaan.

Yhtiön johdon arvio seikan merkityksestä ratkaisee tiedonantovelvollisuuden syntymisen esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiön suuri asiakas kertoo, että arvioi kilpailijan tuotetta aikomuksenaan siirtää tilauksensa yhtiön kilpailijalle. Jos yhtiön johto arvioi, että sen tuote on paljon kilpailijan tuotetta parempi, eikä ole järkevää odottaa yhtiön menettävän asiakasta, tieto ei ole tiedonantovelvollisuuden alaista tietoa. Yhtiön johdon arvio sen tuotteen ominaisuuksista ratkaisee, syntyykö tiedosta sisäpiiritietoa ja onko tieto näin tiedonantovelvollisuuden alaista.³¹

3.1.1 Helsingin Pörssin säännöt

Helsingin Pörssin säännöissä on lueteltu asioita, joihin jatkuva tiedonantovelvollisuus kohdistuu. Pörssin ohjesäännön mukaan jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvat ennusteet ja tulevaisuutta koskevat lausumat, yhtiökokouskutsut ja yhtiökokouksen tai hallituksen yhtiökokouksen valtuuttamana tekemät päätökset jos päätös ei ole vähämerkityksellinen, arvopapereiden liikkeeseenlaskut, muutokset pörssiyhtiön hallituksessa tai johdossa ja tilintarkastajan vaihtuminen, osakepohjaiset kannustinohjelmät, pörssiyhtiön ja sen lähipiirin liiketoimet, yrittyskauppa joka on arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, merkittävät lyhyen aikavälin

²⁹ Huovinen 2005, s. 789.

³⁰ Ruoho 2003, s. 147.

³¹ Esimerkki on Englannin pörssin ohjeista "The disclosure rules - a practical guide for listed companies", s. 4.

muutokset pörssiyhtiössä tai tilanne jossa pörssiyhtiötä voidaan pitää uutena yhtiönä, listausta koskevat päätökset, muiden markkinapaikkojen vaatimat olennaiset tiedot ja tapahtumakalenteri.³² Näiden pörssin säännöissä listattujen asioiden osalta ei edellytetä, että ne olisivat MAR 7 artiklan mukaista sisäpiiritietoa.

Pörssin sääntöjen mukaan tiedonantovelvollisuutta täytettäessä ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Tieto, jonka totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.³³ Pörssiyhtiön on pidettävä sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.³⁴

Helsingin Pörssin säännöissä luetellaan yksityiskohtaisesti erilaisia tapahtumia, joista on ilmoitettava jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla.³⁵ Näistä täsmennyksistä huolimatta MAR 7 artiklan sisäpiiritiedon määritelmää voidaan pitää tulkinnallisesti melko avoimena.³⁶

Yrityskauppojen osalta on Helsingin Pörssin säännöissä määritelty, millaista kauppaa pidetään yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavana. Helsingin pörssin sääntöjen kohdan 2.3.3.1 mukaan yrityskauppaa on aina pidettävä merkittävänä, mikäli jokin seuraavista kriteereistä täyttyy: 1) osuus kohteen liikevaihdosta tai taseesta on yli 10 % pörssiyhtiön konsernin liikevaihdosta tai taseesta, 2) osuus yrityskaupan kohteena olevan yrityksen omasta pääomasta on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta omasta pääomasta, tai 3) yrityskaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta omasta pääomasta tai yli 10 % pörssiyhtiön osakkeiden yhteenlasketusta markkina-arvosta, jos sen oma pääoma alittaa osakkeiden yhteenlasketun markkina-arvon.

Rajat ovat kuitenkin vain suuntaa-antavia, ja tiedonantovelvollisuuden alaisena tietona voidaan pitää myös esimerkiksi yhtiön strategian kannalta tärkeitä yrityskauppoja, jotka eivät täyty edellä mainittuja rajoja. Liiketoimintakaupan yhteydessä, jossa ostettu toiminta ei muodosta itsenäistä liiketoimintakokonaisuutta, tulisi tiedotettaessa julkistaa kauppahinnan lisäksi olennaiset tiedot hankitusta liiketoiminnasta, hankintaan sisältyvistä varoista ja veloista sekä siirtyneiden työntekijöiden määrästä.³⁷

Kauppasopimuksen merkityksen arviointi edellyttää kauppasopimuksen yksityiskohtien tuntemista. Pelkästään kauppasopimuksen tai edes kauppahinnan tietäminen ei välttämättä riitä kaupan edullisuuden arvioimiseksi. Kauppasopimus on yksityiskohtien osalta julkistetta-

³² Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.3.

³³ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 1.2.6.

³⁴ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 1.2.7.

³⁵ NASDAQ OMX Nordic Exchange Helsinki, Yhtenäiset tiedottamissäännöt.

³⁶ *Norros* 2009, s. 108.

³⁷ *Dittmar & Indrenius* 2017, s. 102.

va niin laajasti, että julkistamattomat tiedot eivät enää ole osakemarkkinoille relevanttia tietoa.³⁸

Helsingin Pörssin sääntöjen mukaan yhtiön on julkistettava olennaisesta yrityskaupasta tiedote. Tiedotteesta on käytävä ilmi:³⁹

- kauppahinta, ellei erityisestä syystä muuta johdu
- maksutapa
- merkitykselliset tiedot yrityskaupan kohteesta
- yrityskaupan perustelut
- arvioidut vaikutukset pörssiyrityksen toimintaan
- yrityskaupan aikataulu
- mahdolliset yrityskauppaa koskevat keskeiset muut ehdot.

Lisäksi yrityskaupan kohteena olevasta yrityksestä tai liiketoiminnasta on annettava kuvaus, josta käy ilmi kohteen keskeinen liiketoiminta, aiempi tuloskehitys ja taloudellinen asema. Yrityskaupasta on tiedotettava jo muutaman tunnin kuluttua siitä, kun kaupasta on päästy sopuun. Pörssi antoi Outokumpu Oyj:lle varoituksen pörssin sääntöjen rikkomisesta, kun Outokumpu oli päässyt sopuun yrityskaupasta varhain aamulla 31.1.2012, mutta oli tiedottanut asiasta vasta kello 12.22. Pörssin mukaan yhtiön olisi pitänyt julkaista tiedote viimeistään heti sopimuksen saavuttamisen jälkeen. Lisäksi yhtiön olisi pitänyt olla yhteydessä Pörssin markkinavalvontaan hyvissä ajoin ennen kaupankäynnin alkamista ja huomioida tiedottamisen kiireellisyys ja samanaikaisuus.⁴⁰

3.1.2 Hallituksen esityksen esiin nostamat asiat

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen kumotessa VAML:n säännökset jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, asetus kumosi myös VAML:n taustalla vaikuttaneet hallituksen esitykset. Tässä tutkielmassa VAML:n esitöitä käytetään hyväksi kuvailtaessa yhä voimassa olevaa oikeustilaa. VAML:n esitöissä lueteltiin asioita, joihin jatkuva tiedonantovelvollisuus kohdistuu. Nämä asiat ovat kiistatta MAR 17 artiklan tarkoittamaa sisäpiiritietoa. Julkistamisvelvollisuuden alaisiksi päätöksiksi katsottiin esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen yhtiön tilinpäätöstä, osingonjakoa tai osakeanteja koskevat päätökset, yrityksen organisaation ja toiminnan merkittävät järjestelyt, nimitykset, yrityskaupat ja merkittävät liiketoimet.

Seuraavat yhtiön toimintaa koskevat seikat voivat myös olla MAR 17 artiklan tarkoittamaa sisäpiiritietoa: viranomaisen yhtiötä koskevat päätökset Suomessa tai ulkomailla, yhtiön konserniyritysten tai liikeyhteisöjen taloudelliset vaikeudet tai yhtiötä koskevat tuomioistuinten päätökset. Sisäpiiritietoa on myös yhtiön tietoon tulleet osakassopimukset, joissa

³⁸ Annola 2005, s. 224.

³⁹ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.3.7.

⁴⁰ Dittmar & Indrenius 2014, s. 86.

on päätetty päätösvallan käytöstä yhtiössä. Sisäpiiritieto voi liittyä yhtiön toimialan kehitysnäkyymiin, yhtiön suunnitelmiin ja kehitysnäkyymiin tai osakkeen verotuskohteluun, jos siihen on tullut muutoksia.

Jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee kaikkia pörssiyhtiöön vaikuttavia seikkoja. Hallituksen esityksen mukaan jatkuva tiedonantovelvollisuus koski myös pörssiyhtiön toimintaan vaikuttavia seikkoja, jotka eivät ole lähtöisin yhtiöstä. Myös MAR 17 artiklan mukainen tiedonantovelvollisuus käsittää pörssiyhtiön toimintaympäristössä esiintyvät tapahtumat, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi yhtiön taloudelliseen asemaan ja tulokseen. Tällaisena julkistettavana seikkana hallituksen esitys mainitsi pörssiyhtiön merkittävän asiakkaan konkurssin tai valuuttakurssien muutoksesta johtuvat vaikutukset pörssiyhtiön liikevaihtoon.⁴¹

3.1.3 Markkinatieto

Tiedonantovelvollisuuden alaiseksi voi tulla myös pörssiyhtiöön välillisesti liittyvä tieto, markkinatieto. Markkinatietoon kuuluu myös yhtiön liikkeeseen laskemaan arvopaperiin, eli osakkeeseen, liittyvä tieto. Koska markkinatieto ei liity suoraan yhtiöön, sen joutuminen tiedonantovelvollisuuden piiriin on harvinaisempaa. Markkinatieto ei ole pörssiyhtiöstä peräisin olevaa tietoa, vaan se on esimerkiksi tietoa siitä, miten osakemarkkinat kehittyvät. Osakkeen hintaan vaikuttavaa tietoa voidaan lisäksi luoda yhdistelemällä markkinatietoa, sekä yhtiön tai yhtiön kilpailijoiden julkistamaa tietoa. Tällaisesta yhdistelmä tiedosta pörssiyhtiöllä ei ole tiedonantovelvollisuutta.

Tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvaa markkinatietoa on esimerkiksi valtioneuvoston toimialan sääntelyyn ja verotukseen liittyvät päätökset sekä kilpailu- ja markkinaviranomaisten listattuja yhtiöitä koskevat päätökset. Erityinen markkinatiedon ryhmä on yhtiön liikkeelle laskemaan osakkeeseen liittyvät päätökset. Tällaiset päätökset, kuten osakkeen verotuskohtelun muutokset, eivät vaikuta suoraan yhtiöön, vaan ainoastaan osakkeeseen. Yhtiön velvollisuus tiedottaa markkinatiedosta on melko harvinaista, mutta yhtiöön välillisestikin liittyvä tieto voi saada aikaan tiedonantovelvollisuuden.

Esimerkki yhtiön velvollisuudesta tiedottaa markkinatiedosta on kolmannen osapuolen julkistamaton aie tehdä julkinen ostotarjous, kun yhtiöllä on perusteltu syy olettaa, että aikomus toteutuu.⁴² Pörssin kurinpitolautakunnan päätöksessä 30.3.2009 annettiin varoitus Cencorp Oyj:lle pörssin sääntöjen rikkomisesta. Cencorp Oyj ei ennen pörssitiedotteen julkistamista ilmoittanut pörssille tiedotteen sisältämästä kolmannen osapuolen suunnitelmasta tehdä vapaaehtoinen ostotarjous kaikista yhtiön osakkeista ja optio-oikeuksista, vaikka yhtiö oli

⁴¹ HE 137/2004, s. 53.

⁴² Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.4.1.

ostotarjouksesta tietoinen ennen pörssitiedotteen julkistamista. Kurinpitolautakunta antoi Cencorpille varoituksen pörssin sääntöjen rikkomisesta.⁴³

3.1.4 Tiedonannon lykkääminen

Halutessaan pörssiyhtiö voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista. MAR 17 artikla on asettanut seuraavat edellytykset sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiselle:⁴⁴

- a) välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivan markkinaosapuolen oikeudet edut
- b) julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan
- c) liikkeeseenlaskija tai päästöoikeuksien markkinoilla toimiva markkinaosapuoli pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellisena.

ESMA (European Securities and Markets Authority) on julkistanut ohjeet, joissa annetaan esimerkkejä liikkeeseenlaskijoiden avuksi sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämistä koskevassa päätöksenteossa. ESMA:n toimivalta perustuu 17 artiklan 11 kohtaan, jonka mukaan arvopaperimarkkinaviranomainen antaa ohjeet esimerkinomaisen ohjeellisen luettelon laatimiseksi liikkeeseenlaskijoiden 4 kohdan a alakohdassa tarkoitetuista oikeutetuista eduista ja tilanteista, joissa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaa yleisöä harhaan 4 kohdan b alakohdassa tarkoitettulla tavalla.

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan 4 kohdan (a) alakohdan tarkoittamat tapaukset, joissa sisäpiiritiedon välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeudet edut, voivat sisältää muun muassa seuraavia tilanteita, mutta eivät rajoitu niihin:

- a) Liikkeeseenlaskija on käymässä neuvotteluja, joiden lopputulos todennäköisesti vaarantaisi välittömästi julkistamisesta. Esimerkkejä tällaisista voivat olla neuvottelut, jotka liittyvät fuusioihin, yritysostoihin, jakautumisiin ja liiketoimintojen eriyttämisiin, suurten omaisuuserien tai liiketoimintojen hankkimiseen tai myymiseen, rakennejärjestelyihin ja yrityssaneerauksiin.
- b) Liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka, joka ei kuitenkaan anna aiheutta maksukyvyttömyysmenettelyä koskevan lainsäädännön soveltamiseen, ja välitön sisäpiiritiedon julkistaminen saattaisi vakavasti haitata nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien etuja 5 vaarantamalla sellaisten neuvottelujen loppuunsaattamista, joilla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistuminen.
- c) Sisäpiiritieto liittyy liikkeeseenlaskijan hallintoelimen tekemään päätökseen tai sopimukseen, jonka voimaan tulo edellyttää kansallisen lainsäädännön tai liikkeeseenlaskijan yhtiöjärjestyksen mukaisesti liikkeeseenlaskijan toisen elimen, ei kuitenkaan yhtiökokouksen, hyväksynnän, edellyttäen, että:
 - i. kyseisen tiedon välitön julkistaminen ennen tällaista lopullista päätöstä vaarantaisi tiedon oikean arvioinnin yleisön keskuudessa

⁴³ Dittmar & Indrenius 2014, s. 83.

⁴⁴ Markkinoiden väärinkäyttöasetus 17 artikla kohta 4.

- ii. liikkeeseenlaskija on järjestänyt lopullisen päätöksen tekemisen mahdollisimman pian.
- d) Liikkeeseenlaskija on kehittänyt tuotteen tai keksinnön, ja kyseisen tiedon välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan immateriaalioikeudet.
- e) Liikkeeseenlaskija suunnittelee ostavansa tai myyvänsä merkittävän osuuden toisesta yrityksestä ja kyseisen tiedon julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi suunnitelman toteutumisen.
- f) Aikaisemmin ilmoitettu liiketoimi vaatii julkisen viranomaisen hyväksynnän, ja kyseinen hyväksyntä riippuu lisävaatimuksista, joiden välitön julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi liikkeeseenlaskijan mahdollisuuksiin täyttää nämä vaatimukset ja siten estäisi sopimuksen tai liiketoimen lopullisen toteutumisen.

ESMA on antanut pörssiyhtiöitä sitovia esimerkkejä myös tilanteista, joissa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan. ESMA:n tiedotteen mukaan markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan 4 kohdan (b) alakohdan tarkoittamat tapaukset, joissa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan, sisältävät ainakin seuraavat tilanteet:

- a) sisäpiiritieto, jonka julkistamista liikkeeseenlaskija aikoo lykätä, eroaa olennaisesti siitä, mitä liikkeeseenlaskija on aiemmin julkistanut asiasta, jota sisäpiiritieto koskee
- b) sisäpiiritieto, jonka julkistamista liikkeeseenlaskija aikoo lykätä, koskee sitä, että liikkeeseenlaskija ei todennäköisesti saavuta taloudellisia tavoitteitaan, mikäli taloudelliset tavoitteet on aikaisemmin julkistettu
- c) sisäpiiritieto, jonka julkistamista liikkeeseenlaskija aikoo lykätä, on ristiriidassa markkinaodotusten kanssa, mikäli nämä odotukset perustuvat liikkeeseenlaskijan aikaisemmin markkinoille antamiin signaaleihin, kuten haastatteluihin, sijoittajatapaamisiin tai mihin tahansa muun tyyppiseen liikkeeseenlaskijan omaan tai sen luvalla järjestettyyn viestintään.

MAR edellytti muutoksia pörssiyhtiöiden sisäiseen tiedottamisprosessiin. Pörssiyhtiön tulee ottaa tiedottamisprosessin osaksi sisäpiiritiedon arviointi ja julkistamisen lykkäämisedellytysten ja keston arviointi. Mikäli pörssiyhtiö tekee julkistamisen lykkäämispäätöksen, tulee sisäpiiritiedon syntyhetki, sekä lykkäämispäätös ja sen edellytykset dokumentoida ja säilyttää pysyvällä tavalla. Tarvittaessa tilanne tulee päivittää, jos lykkäämisen edellytyksissä tapahtuu muutoksia. Pörssiyhtiön tulee järjestää lykkäämisedellytysten täyttymisen jatkuva seuranta ja valmius julkistaa tiedot välittömästi esimerkiksi tietovuototilanteessa.⁴⁵

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvista asioista on annettava tiedonanto ilman aiheetonta viivytystä siitä, kun jokin uusi tapahtuma tai seikka on tullut yhtiön tietoon tai kun uusi päätös on tehty. Tällä pyritään varmistamaan se, ettei olennaisesti osakkeen hintaan vaikuttavan seikan julkistamista pitkitetä seuraavaan säännöllisen tiedonantovelvollisuu-

⁴⁵ Finanssivalvonnan kysymyksiä ja vastauksia -osio:

http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/Documents/Esitysmateriaali_MAR_052016.pdf

teen kuuluvan raportoinnin yhteyteen, vaan se tehdään viipymättä, kun seikka tulee yhtiön tietoon.⁴⁶

Seikkoja koskevien tietojen julkistamiseen pörssiyhtiön olisi ryhdyttävä ilman aiheetonta viivytystä siitä, kun seikka on tullut sen tietoon. Yhtiön tietoon on seikan katsottu tulleen, kun se on tullut liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon. Kun yhtiö saa tiedon uudesta taloudellisesta seikasta, ei ensimmäistä tiedon tulkintahetkeä voida lähtökohtaisesti pitää julkistushetkenä. Tämä johtuu muun muassa siitä, että yhtiö voi tehdä laskennallisia, tiedon olennaisuuteen vaikuttavia päätöksiä.⁴⁷ Aiheellinen viivytys ei sen sijaan ole esimerkiksi tilanne, jossa liikkeeseenlaskija alkaa yksityiskohtaisesti analysoida syitä taloudellisen asemansa muuttumiseen tai jää odottamaan jonkin tulevan seikan toteutumista tai ilmenemistä.

Pörssin sääntöjen mukaan tiedon julkistaminen ilman aiheetonta viivytystä tarkoittaa sitä, että päätöksen tekemisen tai tapahtuman ja sen julkistamisen välillä saa kulua vain hyvin vähän aikaa. Tavallisesti tiedon julkistamiseen ei tulisi kulua enempää aikaa kuin mitä tarvitaan tietojen kokoamiseen ja välittämiseen, mutta samalla on huolehdittava siitä, että tieto on valmista julkistettavaksi, jotta tiedottaminen voi olla riittävän kattavaa.⁴⁸ Mikäli yhtiö tiedottaa mahdollisimman nopeasti, se ei välttämättä ehdi tarkastaa tietoa kunnolla. Mahdollisimman nopea tiedottaminen voi vaarantaa tiedon luotettavuuden. Tästä johtuen tiedottaminen on tasapainoilua eri suuntiin vetävien intressien välillä.

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn keskeinen tavoite on, että markkinoille tuotetaan täsmällistä informaatiota ja että se julkistetaan viivytyksettä ja tasapuolisesti. Tasapuolisuus edellyttää jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohdalla, että MAR 17 artikla synnyttää julkistamisvelvollisuuden esimerkiksi tietovuodon jälkeen. Tietovuoto voi kuitenkin syntyä silloin, kun yrityksellä on vielä aiheellinen syy olla julkistamatta tietoa. Aiheellinen syy julkistamatta jättämiseen ja syy asiasta tiedottamisen lykkäämiseen arvioidaan ainakin osittain eri perustein. Yhtiön ratkaisua ei esimerkiksi yleensä ole velvollisuutta julkistaa ennen kuin päätös on tehty. Päätöksen tekemisen myötä julkistamisvelvollisuus syntyy. Tiedon julkistamista voidaan lykätä vain, kun siihen on hyväksyttävä syy. Julkistamisen lykkäämisen kohdalla tiedonantovelvollisuus syntyy julkistamatta jättämiseen nähden helpommin, koska velvollisuus tiedottamiseen on jo ollut olemassa ennen lykkäyspäätöstä.⁴⁹

Yhtiöllä on oikeus olla tiedottamatta esimerkiksi neuvotteluista maksuvaikeuksien ratkaisemiseksi. Kun yhtiöllä on maksuvaikeuksia, tiedottaminen neuvotteluista voisi vakavasti

⁴⁶ *Ruoho* 2003, s. 120.

⁴⁷ *Huovinen* 2005, s. 776.

⁴⁸ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.1.3.

⁴⁹ *Annola* 2011, s. 1387.

vahingoittaa tulevia ja nykyisiä osakkeenomistajia. Neuvottelut tähtäävät pitkäaikaisen maksukyvyyn palauttamiseen. Yhtiö voi viivästyttää tiedottamista neuvotteluista, mutta sen tulee välittömästi tiedottaa maksukyvyttömyyden taustalla olevasta ongelmasta.⁵⁰

MAR:ssa yhtiön mahdollisuus lykätä tiedottamista asioista on laaja. Yhtiön oikeus lykätä tiedottamista on riippuvainen yhtiön asiaan liittyvästä laillisesta oikeudesta. Yhtiöllä on oikeus lykätä tiedon julkistamista erityisesti neuvottelujen yhteydessä ja julkistuksen uhatessa yhtiön kehitystyötä. Kolmas mahdollinen tilanne tiedonannon lykkäykselle on tilanne, jossa yhtiö neuvottelee ratkaisusta maksukyvyttömyyteen. Tiedottamisen lykkäyksen tavoite on välttää sijoittajien harhaanjohtamista.

Tieto kehittyy prosessissa ja eri tiedot vielä eri tavoin. Yhtiön myyntiluvut eivät yleensä ensimmäisten tietojen osalta enää merkittävästi muutu, joten niiden julkistamisen viivyttämiselle on yleensä annettava vähemmän toleranssia kuin tulostietojen julkistamiselle.⁵¹ Käytännön tilanteissa tietoon tutustumiseen ja tiedotuspäätöksen tekemiseen käytettävissä oleva aika voi olla hyvinkin lyhyt. Tieto voi myös selvitä yhtiön johdolle osittain. Tällöin johdon on tiedotettava siitä osasta tietoa, joka sillä on hallussaan. Yhtiö ei voi jäädä odottamaan, että se saa haltuunsa koko tiedon.

Tiedonantovelvollisuus syntyy vasta, kun yhtiöllä on mahdollisuus arvioida, mikä vaikutus seikalla on yhtiöön. Esimerkiksi yhtiön saadessa tiedon, että sen tavarantoimittajan tehtaalla on menossa tulipalo, yhtiö voi olla tiedottamatta asiasta kunnes on selvää, vaikuttaako tulipalo tavarantoimituksiin yhtiölle. Yhtiö voi perustellusti arvioida, että ennen kuin se saa asiasta lisätietoa, se ei ole siinä asemassa, että voisi arvioida tulipalon vaikutusta osakkeensa hintaan. Tällöin tieto ei ole sisäpiiritietoa, eikä näin tiedonantovelvollisuuden alaista, koska tiedolla ei ole liityntää osakkeen hintaan.

Aiheellisella viivästyksellä tarkoitetaan suhteellisen lyhyttä aikaa, jota asian tiedottamiskuntoon saattaminen vaatii. Tiedon on oltava luotettavaa, ennen kuin yhtiö voi sen julkistaa. Paras kriteeri luotettavuuden arvioinnille on se, että yhtiö voi tehdä tiedon perusteella liiketoimintaratkaisuja. Jos tiedotettava asia on epävarma, yhtiön on tiedotettava asiasta niin paljon kuin mahdollista. Tieto on epävarmaa, kun ei ole varmuutta, mitä on tapahtunut, tai mitkä ovat tapahtuman vaikutukset yhtiöön. Kun yhtiö kohtaa odottamattoman ja merkittävän tapahtuman, yhtiön on toimitettava tieto asiasta Finanssivalvonnalle ja Finanssivalvonta voi myöntää yhtiölle oikeuden lyhyeen lykkäykseen asiasta tiedottamisessa. Yhtiön tulee lisäksi tiedottaa syy, miksi asiasta ei vielä voida kertoa enempää.

⁵⁰ Esimerkki on Englannin pörssin ohjeista "The disclosure rules - a practical guide for listed companies", s. 7.

⁵¹ Huovinen 2005, s. 776.

3.1.5 Tiedon todenmukaisuuden varmistaminen

Yhtiö voi lykätä tiedon julkistamista, jos tiedon todenperäisyys on varmistettava. Yhtiön johdolla on selonottovelvollisuus saamansa tiedon todenperäisyydestä. Selonottovelvollisuus tarkoittaa markkinoilla olevan yhtiötä ja sen toimintaympäristöä koskevan tiedon keräämistä ja analysointia, sekä näiden pohjalta tapahtuvaa tiedon tuotantoa ja toiminnan suunnittelua. Tiedonantovelvollisuus kohdistuu siihen ajankohtaan, kun johto on saanut kaiken tarpeellisen tiedon ja sillä on ollut aikaa tutustua annettuun tietoon ja sen jälkeen tehdä päätös mahdollisista toimenpiteistä. Yhtiön johdolle täytyy antaa aikaa perehtyä uusiin tietoihin ja ymmärtää tiedon ominaispiirteet. Jos tieto on yhtiön johdolle uudentyyppinen tai tieto on monimutkainen, tulisi yhtiön johdolle antaa enemmän aikaa tietoon tutustumiseen.

Yhtiöllä on sitä koskevista tiedoista selonottovelvollisuus. Mikäli yhtiöllä on aihetta epäillä, että saadut tiedot ovat virheellisiä tai puutteellisia, yhtiön on selvitettävä asioiden todellinen tila. Yhtiöllä on aihetta epäillä saamia tietoja, jos yhtiön saamissa asiakirjoissa ja selvityksissä on ristiriitaa. Liiketoimintaan kuuluu tiedollinen epävarmuus ja taloudellinen riski, mutta yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuus on täytetty, kun ratkaisun taustaksi on hankittu tilanteen edellyttämä asianmukainen tieto ja sen perusteella on tehty johdonmukainen päätös tai muu toimi.

Yhtiön saama tieto voi olla myös ristiriitaisista. Jos tiedon oikeellisuuden varmistaminen ei ole mahdollista ilman kohtuutonta vaivaa, yhtiön on ilmoitettava tiedottaessaan, ettei tietoa ole voitu täysin tarkistaa. Jos yhtiöllä on aihetta epäillä, että sen saamat tiedot ovat virheellisiä tai puutteellisia, yhtiön on varmistuttava tiedon oikeellisuudesta ja oikaistava mahdollinen virheellinen tai puutteellinen tieto. Mikäli tiedotettavaan tietoon liittyy monimutkaisia oikeudellisia kysymyksiä, yhtiö voi jättää tiedottamasta asiasta. Tällöin yhtiön on toimitettava tieto asiasta Finanssivalvonnalle. Tieto voi myös olla yhtiölle epävarmaa. Tiedon lähde voi olla yhtiölle osittain tuntematon ja yhtiö ei voi tiedottaa asiasta ennen kuin se tietää seikan olevan tosi. Lähde vaikuttaa olennaisesti sen arviointiin, voidaanko kyseistä tietoa pitää totena.⁵²

Suomen oikeuskirjallisuudessa ei ole käsitelty oletettavaa sisältävää informaatiota. Esimerkiksi Australian pörssin tiedonantovelvollisuus säädöksissä on todettu, että tieto ei ole tiedonantovelvollisuuden alaista, kun tieto sisältää olettaman tai on puutteellinen. Australian pörssin sääntöjen kohta on seuraava: "Disclosure under the ASX Listing Rule 3.1 is not required where the information comprises matters of supposition or is insufficient to warrant disclosure". Olettaman kohdalla pörssiyhtiön tulee tehdä päätös epävarmojen seikkojen perus-

⁵² Annola 2005, s. 291.

teella. Puutteellisen tiedon kohdalla MAR:n mukaan tiedonantovelvollisuutta ei synny. Yhtiön tulee kuitenkin pyrkiä saamaan riittävästi informaatiota asiasta selonottovelvollisuutensa mukaisesti.

Tiedottamista voi viivästyttää myös tiedon valmistuminen tiedotettavaksi vaiheittain. Tämä ei kuitenkaan ole oikeutus tiedottamisen lykkäämiseen. MAR:n mukanaan tuoman muutoksen johdosta esimerkiksi yrityskauppatilanteessa tulee tiedottaa, kun yrityskaupan valmistelu alkaa. Toisin kuin VAML:n aikana, enää ei voida odottaa, että yrityskaupassa saadaan tietty vaihe valmiiksi. Pörssiyhtiön tulisi kuitenkin yleensä välttää tiedon vaiheittaista julkistamista. Pörssin sääntöjen mukaan joissakin tapauksissa, esimerkiksi fuusioissa ja yrityskaupoissa, tietojen julkistaminen yritysjärjestelyn eri vaiheissa voi olla tarpeen. Kun yritysjärjestelyä tai siihen liittyviä erityisiä seikkoja ei ole saatettu loppuun ja on odotettavissa, että lisätietoja julkistetaan myöhemmin, yhtiön tulisi mainita asian keskeneräisyydestä ja antaa siitä lisätietoja myöhempana ajankohtana.⁵³

Yhtiöllä voi olla oikeus tiedottaa asiasta vaiheittain sillä perusteella, että asia selviää yhtiön johdolle vaiheittain. Aina näin ei kuitenkaan ole. Pörssin kurinpitolautakunnan päätöksessä 21.12.2005 TJ Group Oyj:lle määrättiin varoitus puutteellisesta yrityskauppatiedottamisesta. Pörssin kurinpitolautakunta katsoi, että johdon huolellisuusvelvoitteeseen kuuluu, että tiedottamisvelvoite selvitetään huolellisesti yrityskaupan valmistelun yhteydessä. Huolellisuusvelvoitteeseen kuuluu, että yhtiön johdolla on jo yrityskaupan valmistelusta lähtien valmius tiedottaa asiakokonaisuudesta. Kurinpitolautakunta katsoi, että TJ Group Oyj ei ollut julkistanut pörssitiedotteessaan riittävästi tietoja yhtiölle merkittävästä yrityskaupasta ilman aiheutonta viivytystä. Yhtiö julkisti Pörssin sääntöjen vaatimat tiedot yrityskaupasta useamassa osassa. Kurinpitolautakunta katsoi, että tiedot eivät olleet sellaisia, että niiden perusteella voitiin arvioida kaupan vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Tiedottamisvelvollisuuden syntymiseen ei vaikuta se, vaatiiko kauppa lopullisesti toteutuakseen esimerkiksi yhtiökokouksen tai viranomaisen hyväksynnän. Kurinpitolautakunta antoi TJ Groupille varoituksen ja määräsi kurinpitomaksun.⁵⁴

3.2 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuus-käsite

3.2.1 Olennaisuuden ulottuvuus

Pörssin sääntöjen mukaan pörssiyhtiön on pidettävä sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan osak-

⁵³ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.1.2.

⁵⁴ *Dittmar & Indrenius* 2014, s. 78.

keen hintaan.⁵⁵ Nykyisellään täsmällistä olennaisuuden määritelmää ei ole lainsäädännössä annettu ja oikeuskirjallisuudessa on pyritty jäsentämään olennaisuus-käsitettä.⁵⁶ Olennaisuus-arvioinnissa arvioidaan sitä, onko tieto yleensä omiaan vaikuttamaan olennaisesti osakkeen hintaan. Merkitystä ei ole sillä, vaikuttaako tieto todellisuudessa osakkeen hintaan. Tiedon vaikutus arvioidaan tiedon itsensä perusteella, eikä sen todellista vaikutusta osakkeen hintaan tarvitse tietää. Yksittäisen tiedon vaikutusta osakkeen hintaan on lähes mahdotonta arvioida.⁵⁷

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen olennaisuus on määritelmällisesti avoin ja konteksti-riippuvainen määritelmä, joka saa merkityssisältönsä markkina- ja oikeuskäytännössä. Tiedon olennaisuuteen liittyvät tulkintakysymykset ratkaistaan tapauskohtaisesti voimassa olevan lainsäädännön perusteella.⁵⁸ Olennaisuus-vaatimuksen tehtävänä on nostaa kynnyistä vasta-puolelle aiheutuvien negatiivisten seurausten, kuten vahingonkorvauksen ja muiden taloudellisten velvoitteiden, syntymiselle. Olennaisuuden voidaan siten katsoa kuvastavan eräänlaista epäolennaisten häiriöiden sietämisvelvollisuutta.

Olennaisuusarvioinnissa voidaan Pörssin sääntöjen mukaan ottaa huomioon päätöksen, seikan tai olosuhteen oletettavissa oleva laajuus tai tärkeys verrattuna pörssiyhtiön toimintaan kokonaisuudessaan, tiedon merkityksellisyys pörssiyhtiön osakkeen hintaan keskeisimmin vaikuttavien tekijöiden kannalta, sekä muut markkinamuuttujat, jotka voivat vaikuttaa yhtiön osakkeen hintaan. Olennaisuusarvioinnissa tulee ottaa huomioon se, onko vastaavanlaisella tiedolla aiemmin ollut huomattavaa vaikutusta osakkeen hintaan ja onko pörssiyhtiö aiemmin pitänyt vastaavanlaista tilannetta osakkeen hintaan huomattavasti vaikuttavana.⁵⁹

Arvioon tiedon olennaisuudesta voi vaikuttaa sekin, mitä yhtiö on aikaisemmin kertonut itsestään julkisuuteen. Pörssiyhtiöillä voi olla tapana julkistaa myös sellaisia tietoja, joiden osalta sillä ei ole tiedonantovelvollisuutta. Sijoittajilla on oikeus odottaa yhtiön tiedonantostrategialta johdonmukaisuutta myös sellaisen tiedottamisen osalta, joka ei perustu MAR 17 artiklassa säädettyyn velvollisuuteen. Esimerkiksi tietovuotojen kohdalla tämä voi synnyttää velvollisuuden myös sellaisten tietovuotojen vahvistamiseen, jotka eivät muuten täyttäisi sisäpiiritiedon kriteerejä.

Osakkeen hintaan vaikuttavat esimerkiksi yrityksen kilpailuasema, tuloksenteko- ja osingonmaksukyky, yhtiön johto sekä omistus. Lisäksi käsitykset, tiedot ja odotukset osakkeen arvosta vaikuttavat sen kurssimuutoksiin. Kaikki uusi tieto, joka muuttaa sijoittajien ja

⁵⁵ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 1.2.7.

⁵⁶ *Ruoho* 2003, s. 146.

⁵⁷ *Ruoho* 2003, s. 147.

⁵⁸ HE 32/2012, s. 156.

⁵⁹ Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.1.1.

muiden markkinaosapuolten aikaisempaa käsitystä yhtiöstä, vaikuttaa osakkeen hintaan. Mitä merkittävämpi tieto on kyseessä, sitä olennaisempi vaikutus sillä on osakkeen hintaan. Osakkeen hintaan vaikuttavat olennaisesti tiedot yhtiön kannattavuus- ja kasvuodotuksista, sekä tiedot niistä riskeistä, joiden takia odotukset eivät ehkä toteudukaan. Olennainen seikka voi lisäksi olla tapahtuma, joka on yhtiön kontrollin ulkopuolella ja jolla on olennainen merkitys yhtiön yritystoimintaan tai liiketulokseen.

Muutosten olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin sekä toimialalle ja yhtiölle tyypillisiin muutoksiin.⁶⁰ Olennaista tietoa voivat olla tiedot yhtiön liikekumppanien taloudellisesta asemasta. Esimerkiksi liikekumppanien taloudelliset vaikeudet tai konkurssiuhka vaikuttavat yhtiön omiin tulospäätöksiin. Lisäksi olennaisesti vaikuttavia tietoja voivat olla korkotason, valuuttakurssin tai muun makrotalouden muutoksista tai tapahtumista aiheutuvat vaikutukset yleiseen markkinakehitykseen tai yksittäisen osakkeen hintaan.

Olennaiset seikat voivat siten koskea osaketta itseään tai sen liikkeeseenlaskijaa. Keskeistä on ensinnäkin yhtiön velvollisuus oman arvion tekemiseen seikan markkinavaikutuksesta. VAML:n perusteluissa annettiin lisätietoa olennaisuusarviointiin. Pörssi-yhtiön on itse arvioitava, mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen osakkeen hintaan. Pörssi-yhtiön on arvioitava myös, pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.⁶¹ Toiseksi tiedon tulee olla luotettavaa ja kattavaa, sekä tiedon prosessinomaisen kehityksen näkökulmasta valmista tiedotettavaksi. Tiedonantovelvollisuusnormistolla pyritään takaamaan se, että mitä olennaisemmasta ja ajankohtaisemmasta seikasta on kysymys, sitä nopeammin siitä on tehtävä tiedonanto.

Olennaisesti osakkeen hintaan vaikuttavat tiedot voidaan jakaa yhtiön sisäisiin- ja ulkoiisiin seikkoihin. Yhtiön sisäisiä seikkoja ovat esimerkiksi yhtiön päätökset, sopimukset, suunnitelmat ja tapahtumat, joissa yhtiö itse on mukana. Muita yhtiön toimintaan olennaisesti vaikuttavia sisäisiä seikkoja ovat mm. yhtiön visiot, strategiat, kilpailukyky, toimiala, johto, henkilöstö, rahoitus ja kannattavuus.⁶² Sisäisistä seikoista on aina tehtävä tiedonanto, jos ne vaikuttavat olennaisesti osakkeen hintaan. Sen sijaan yhtiön ulkoisista seikoista tulee antaa tiedonanto vain, kun seikka vaikuttaa yhtiöön. Yhtiön ulkoisia osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavia seikkoja ovat maailman- ja kansantaloudelliset tekijät kuten korkotaso, suhdannevaihtelut, vienti, tuonti ja inflaatio. Yhtiön ulkoisista tekijöistä yhtiön tulee tiedottaa vain, kun

⁶⁰ HE 254/1998.

⁶¹ HE 137/2004, s. 52.

⁶² *Ruoho* 2003, s. 136.

tekijä vaikuttaa yhtiöön. Esimerkiksi korkotason noususta tulee tiedottaa, jos yhtiö on velkainen ja korkotason nousu vaikuttaa olennaisesti yhtiön maksuvelvoitteisiin.⁶³

Muutokset yhtiön markkina-asemassa ovat sitä olennaisempia, mitä suurempi muutos on kyseessä. Olennaisuusarviointiin vaikuttaa myös muutoksen vertaaminen toimialalle tyypillisiin muutoksiin. Jos markkinaosuuden muutos on toimialaan suhteutettuna normaalia suurempi, on se myös tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta olennainen. Joka tapauksessa yhtiön kilpailu- ja markkina-asemassa tapahtuvat muutokset voivat saada aikaan tiedonantovelvollisuuden. Yksittäisistä tuotteista on tiedotettava esimerkiksi, jos markkinatilanne muuttuu niin, että yhtiölle tärkeä tuote ei mene enää kaupaksi. Tai jos yhtiöllä on vaikeuksia tuotteen toimituksissa. Vaikeudet tuotteiden toimituksissa ovat yleensä ohi menevä tilanne, mutta niistäkin on tiedotettava, jos tuote on yhtiön tuloksenteon kannalta olennainen.⁶⁴

Kyse on siitä, onko tieto yleensä omiaan vaikuttamaan olennaisesti osakkeen hintaan, ei siitä vaikuttaako tieto tosiasiallisesti olennaisesti osakkeen hintaan. Tieto on olennaista silloin, kun markkinoilla käytettävien yleisten perusteiden mukaan tiedolla arvioidaan yleensä olevan vaikutusta osakkeen hintaan.⁶⁵ Usein jo muutaman prosentin äkillinen muutos on olennainen. Päivittäiset kurssimuutokset ovat tyypillisesti alle 3 %:n suuruisia.⁶⁶ Muutosten olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin sekä toimialalle ja yhtiölle tyypillisiin muutoksiin.⁶⁷

Tiedon vaikutus arvioidaan tiedon itsensä perusteella, eikä sen todellista vaikutusta osakkeen hintaan tarvitse tietää. Osakkeen hintaan vaikuttavat olennaisesti tiedot yhtiön kannattavuus- ja kasvuodotuksista sekä tiedot niistä riskeistä, joiden takia odotukset eivät toteutukaan.⁶⁸ Vaikutuksen olennaisuutta ei ole tarkoitettu arvioitavaksi pelkästään tarkastelemalla mahdollisesti toteutunutta suhteellista osakkeen hinnan muutosta.

Riippuen seikan merkittävydestä seuraavat yhtiön tuloskasvun edellytyksiä vaarantavat tilanteet voivat olla tiedonantovelvollisuuden kannalta olennaisia:⁶⁹

- a) Kilpailutilanteessa tai ympäristöoloissa tapahtuneen muutoksen takia yhtiön markkina-asema heikkenee.
- b) Lainsäädännön muuttumisen seurauksena on, että yhtiön suoja-asema heikkenee.
- c) Toinen yritys on tehnyt keksinnön, jonka vuoksi kannattavimmat omat tuotteet menettävät kilpailukykyä.
- d) Yhtiö, jonka menestys perustuu harvojen asiakkaiden ostoihin, menettää asiakkaan.

⁶³ Ruoho 2003, s. 116.

⁶⁴ Ruoho 2003, s.138.

⁶⁵ Ruoho 2003, s.127.

⁶⁶ HE 254/1998, s. 35.

⁶⁷ Ruoho 2003, s.127.

⁶⁸ Ruoho 2003, s.127.

⁶⁹ Saario 1994, s.168.

- e) Yhtiö panostaa voimakkaasti kasvuun tuotealueelle, jota se ei tunne ja jossa sen menestymismahdollisuudet vaikuttavat epävarmoilta.

Yhtiön on hyvä tiedottaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden puitteissa välittömästi, kun yhtiön johdolle selviää, että esimerkiksi toinen yritys on tehnyt keksinnön, jonka vuoksi yhtiön kannattavimmat tuotteet menettävät kilpailukykynsä. Yhtiö voisi jäädä odottamaan, että keksintö todellisuudessa vaikuttaa yhtiön tuloskasvuun ja tiedottaa heikentyneestä kasvusta osavuosi-katsauksen yhteydessä. Mutta MAR 17 artiklan mukaan olennaisesti osakkeen hintaan vaikuttavista asioista tulee tiedottaa välittömästi, kun yhtiön johto saa asiasta tiedon.

Pörssitiedottaminen ei ole vain ohjeita ja sääntöjä, vaan tietynlainen ajattelutapa. Se merkitsee avoimuutta ja jatkuvuutta, muistaen kuitenkin samanaikaisuuden ja koordinaation.⁷⁰ Yksittäinen tieto voi muodostua olennaiseksi, jos se liittyy olennaiseen asiakokonaisuuteen. Informaatiokokonaisuus voi muodostua sellaisista toisiinsa liittyvistä osista, jotka myös erillisinä voivat vaikuttaa olennaisesti osakkeen hintaan.⁷¹ Esimerkiksi yhtiön julkistaessa tiedon tilauksesta, tulisi tilauksen kohteena olevan tuotteen lisäksi julkistaa myös tiedot tilauksen arvosta ja ajanjaksosta, jota kyseinen tilaus koskee, sekä tilauksen muu keskeinen sisältö.⁷² Kuitenkin tulee huomioida myös se, etteivät merkityksettömät tai vähämerkitykselliset positiiviset eivätkä negatiiviset seikat täytä olennaisuuden vaatimusta.⁷³

Samoin yhtiötä verrataan toimialan muihin yhtiöihin. Jos yhtiöllä menee huonommin kuin toimialan muilla yhtiöillä, tiedosta tulee helpommin olennainen. Jos jonkin yhtiön tulos laskee huomattavasti poiketen kaikista muista saman alan yhtiöistä, muutoksen taustalla oleva seikka on todennäköisesti olennainen ja johtuu yhtiön sisäisistä tekijöistä. Sellaisen yhtiön kohdalla, jolla menee yhtä hyvin tai paremmin kuin toimialan muilla yhtiöillä, negatiivinen uutinen voidaan tulkita ohimeneväksi ja satunnaiseksi seikaksi. Kun kaikkien yhtiöiden tulos laskee, muutos saattaa olla olennainen, mutta johtua pikemminkin markkinoiden tai taloudellisen tilan yleisestä heikkenemisestä, kuin yhtiöstä itsestään. Tällöin tiedonantovelvollisuutta ei ole.⁷⁴

Ostettaessa osake pörssissä, ostetaan yleensä tulevia tuottoja, ei yhtiön substanssia. Näin olennaiseksi tulee tuloksentelekyky ja se, monessako vuodessa osakkeesta maksettu hinta maksaa itsensä takaisin osinkoina. Ostettaessa osake ei siis yleensä osteta osuutta yhtiöstä vaan oikeus osuuteen tulevasta voitosta. Yhtiö myös hinnoitellaan tulevan voiton, ei sen tä-

⁷⁰ Virtanen 2000, s. 34.

⁷¹ Annola 2007, s. 727.

⁷² Dittmar & Indrenius 2017, s. 101.

⁷³ Ruoho 2003, s. 122.

⁷⁴ Ruoho 2003, s. 145–146.

män hetkisen varallisuuden mukaan. Tästä syystä tulevaan voittoon liittyvät tiedot muodostuvat helposti olennaisiksi.

Pörssiyhtiöt voivat tiedottaa markkinoille, millä perusteella ne jakavat osinkoa. Osingon jako tarkoittaa yhtiön tekemän voiton jakamista sijoittajille. Muutokset osinkopolitiikassa ovat ehdottomasti jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alaan kuuluvia olennaisia tietoja. Esimerkiksi UPM-Kymmene ja Ahlström ovat tiedottaneet, miten niiden maksama osinko määräytyy. UPM-Kymmene määrittelee osingon suuruuden seuraavasti:⁷⁵

UPM maksaa vuotuisena osinkona vähintään yhden kolmanneksen operatiivisilla investoinneilla vähennetystä liiketoiminnan nettokassavirrasta. Vakaan osingonmaksun tukemiseksi nettokassavirta lasketaan kolmen vuoden keskiarvona. Jäljelle jäävä kassavirta käytetään kasvuinvestointeihin ja velan lyhennykseen.

Ahlstromin osinkolinjaus on hieman yksityiskohtaisempi:⁷⁶

Ahlstrom pyrkii maksamaan osinkoa vähintään kolmanneksen operatiivisten investointien jälkeisestä nettorahavirrasta, laskettuna kolmen vuoden rullaavana keskiarvona. Operatiivisia investointeja ovat muun muassa ylläpitoon, kustannusten pienentämiseen ja tehokkuuteen liittyvät investoinnit. Kolmen vuoden rullaavaa keskiarvoa käytetään mahdollisimman vakaan osingonmaksun aikaansaamiseksi. Jäljelle jäävää rahavirtaa käytetään pääasiassa yhtiön nettovelan pienentämiseen sekä yhtiön kasvun tukemiseen. Ahlstromin aiemman osinkopolitiikan mukaan yhtiön tavoitteena on ollut jakaa osinkoa keskimäärin vähintään 50 % tilikauden tuloksesta.

Yhtiön kassavirtalaskelma perustuu sen rahoituslaskelmaan, jossa liiketoiminnan synnyttämä tulorahoitus, liiketoiminnan tarvitsema käyttöpääoma sekä yhtiön tulorahoituksen jatkumiseksi tarvittavat investoinnit ovat keskeisiä yhtiön arvoa määritettäessä. Yhtiön arvo on sen tulevan vapaan kassavirran nykyarvo vähennettynä yhtiön veloilla.⁷⁷ Tästä syystä olennaisimpana osakkeen hintaan vaikuttavana seikkana on yleensä pidetty liiketoiminnan tulosta ja kaikkea sellaista tietoa, joka koskee yrityksen tuloksentelekykyä ja siten kykyä maksaa omistajilleen osinkoa.⁷⁸

Pörssiyhtiön velvollisuutena on MAR 17 artiklan nojalla julkistaa kaikki sisäpiiritieto. Tiedonantovelvollisuus toteutuu myös tilanteessa, jossa yhtiön piiristä on vuotanut sisäpiiritieto tavalla, joka on MAR 17 artiklan julkistamistavoitteiden vastainen. Tällöin tiedon olennaisuuden arvioinnissa huomiota voidaan kiinnittää siihen, mikä merkitys olennaisuusarvioinnissa on yhtäältä tietovuodon kohteena olevalla seikalla sinänsä ja toisaalta sillä, että yhtiöön kohdistuu tietovuoto. Tietovuoto itsessään voi olla sisäpiiritietoa.

⁷⁵ Lindström 2012, s. 228.

⁷⁶ Ahlstrom Oyj Pörssitiedote 15.12.2009 klo 14.50.

⁷⁷ Saario 1994, s. 102.

⁷⁸ Huovinen 2004, s. 211.

Rahoitustarkastus (nykyinen Finanssivalvonta) antoi 21.9.2007 julkisen huomautuksen Elektrobitt Oy:lle VAML 2:7 §:n (nykyinen MAR 17 artikla) mukaisen tiedonantovelvollisuuden noudattamatta jättämisestä. Tapauksessa Elektrobitt Oy vetäytyi 3G-älypuhelinien kumppanoidun valmistuksen liiketoimintamallista. Toimitusjohtaja informoi hallitusta vetäytymisestä 30.11.2006. Finanssivalvonnan mukaan päätös olisi pitänyt tällöin julkistaa pörssi-tiedotteella. Elektrobitt Oy kuitenkin viivästytti asian julkistamista tilinpäätöstiedotteeseen 7.2.2007. Finanssivalvonta piti vetäytymispäätöstä olennaisena, koska yhtiö oli itsekin aiemmin johdonmukaisesti tiedottanut älypuhelinien valmistuksesta ja projektiin liittyneistä sopimuksista pörssi- ja lehdistötiedotteilla. Lisäksi asian olennaisuutta tukivat myös markkinoiden reaktiot. Finanssivalvonnan näkemyksen mukaan Elektrobitt oli toiminut säännösten vastaisesti, mutta kokonaisarvioinnin perusteella tapaus ei antanut aihetta julkista huomautusta ankarampaan seuraamukseen.⁷⁹

Yhtiön tietoja voidaan verrata yhtiön itsensä aikaisemmin kertomiin tietoihin tai yhtiön toimialan tietoihin. Kuten Elektrobittin tapauksessa, tieto on sitä olennaisempi, mitä enemmän se poikkeaa yhtiön aiemmin julkistamasta tai muiden toimialalla toimivien yhtiöiden julkistamista tiedoista. Aiemmat tiedot ja toimialatiedot ovat vertailuaineistoa, jotka vaikuttavat myös yhtiön nykyisen tiedon olennaisuuden arvioimiseen. Tiedonantokynnys ylittyy helpommin, jos yhtiön aiemmin julkistamat tiedot ovat epämääräisiä, koska tällöin mitä tahansa uutta tietoa voidaan helpommin pitää olennaisena uutena tietona. Näin siksi, että vanha tieto on ollut epätäsmällistä ja uusi täsmällinen tieto saavuttaa helposti vaadittavan olennaisuusasteen.

Olennaisuus-käsitettä käytetään esimerkiksi common law -maissa vain tilinpäätösraportoinnin yhteydessä. Sen sijaan pörssi-yhtiön tiedonantovelvollisuuden yhteydessä sitä ei käytetä.⁸⁰ Suomessakin tiedon olennaisuudesta käytävä keskustelu kohdistuu usein tilinpäätösinformaatioon. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuus-käsite kattaa yhtiön liiketoiminnan kuluessa annettavat tiedot. Johto joutuu miettimään, mitä seikkoja se käyttää päätöksenteon perustana. Mikäli jotkin näistä perusteista ovat olennaisia osakkeen hinnan kannalta, ne tulee julkistaa.

3.2.2 Olennaisuusharkinta

Tiedottamistoiminnassa näkökulman pitäisi olla mahdollisimman lähellä yhtiön näkökulmaa. Markkinoiden kannalta relevanteinta on tieto, jonka pohjalta yhtiö voi tehdä liiketoimintarat-

⁷⁹ *Dittmar & Indrenius* 2014, s. 88.

⁸⁰ *Huovinen* 2004, s. 200–201.

kaisujaan. Yhtiöt pitäisi saada mahdollisimman paljon yhteistyöhön markkinoiden kanssa tiedottamisasioissa. Markkinoiden näkökulman pitäisi olla yhtiön johdon näkökulmaa vastaava. Markkinoille oleelliset tiedot ovat oleellisia myös yhtiön johdolle. Liiketoimintaratkaisujen pohjana toimivat tiedot ovat niitä, joita markkinatkin tarvitsevat.

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvien riitojen tarkastelussa on tärkeää tarkastella kunkin toimijan rooleja. Johto voi tehdä tiedon arvoa ja merkitystä muuttavia ratkaisuja. Tieto saa lopullisen arvonsa vasta, kun johto on päättänyt, miten se suhtautuu tietoon. Yhtiön ei tarvitse kertoa tulevaa reaktiotaan tai toimia joihin se tiedon vuoksi ryhtyy. Näin tiedon merkitys voi muotoutua markkinoilla hyvin erilaiseksi kuin yhtiössä.⁸¹ Yhtiön tulee suorittaa tiedonantovelvollisuusharkinta sijoittajien näkökulmasta ja tiedottaa asiasta, jos tieto on sijoittajien näkökulmasta olennainen.

Suorittaessaan tiedottamisharkintaa, yhtiö voi arvioida, saako seikka tiedonannon yhteydessä itseään suuremman merkityksen. Yhtiön tulee harkita, onko julkistettavaksi aiottu seikka niin merkityksellinen, että sillä on olennaista vaikutusta sijoituspäätöksiin? Epäselvissä tilanteissa yhtiön tiedonantopolitiikka johtaa harkintaa seikan olennaisuudesta. Jos yhtiö on aiemmin tiedottanut vastaavista asioista, yhtiön tulee toimia johdonmukaisesti myös vastaisuudessa.⁸²

Olellisuusarviointi on avointa, eikä siihen ole selkeitä ohjeita. Huovinen on esittänyt esimerkiksi seuraavia perusteita olennaisuusarvioinnille:⁸³

- Aiheuttaako seikka muutoksen yhtiön tulos-, tase- tai rahoitusasemassa?
- Mikä merkitys seikalla on yhtiön senhetkisen osakekannan markkina-arvoon?
- Seikan merkitys yhtiön tuotto-odotuksien kannalta
- Seikan merkitys yhtiön taloudelliseen asemaan ja toimintaan liittyvien riskien kannalta
- Seikan vertaaminen toteutuneeseen tulokseen ja liikevaihtoon
- Seikan strateginen merkitys yhtiön kannalta

Edellä olevat seikat voidaan jakaa neljään ryhmään. Ne vaikuttavat yhtiön taloudelliseen asemaan, markkina-arvoon, strategiaan ja riskeihin. Olennaisuusarviointi tapahtuu yleisellä tasolla, koska seikan täytyy olla hyvin merkittävä, jotta se vaikuttaisi taloudelliseen asemaan tai markkina-arvoon. Seikan vaikutus yhtiön strategiaan ja riskeihin on harkinnanvaraisempaa. Yhtiö määrittelee itse strategiansa ja riskinsä ja myös sen, mitkä seikat niihin vaikuttavat. Tietojen olennaisuutta tulee tulkita yhtiöittäin ja toimialoittain. Taloudellisilla tunnusluvuilla on erilainen merkitys eri kokoisille ja eri toimialoilla toimiville yhtiöille.⁸⁴

⁸¹ Huovinen 2004, s. 259.

⁸² Ruoho 2003, s. 117.

⁸³ Huovinen 2004, s. 192.

⁸⁴ Huovinen 2004, s. 193.

Huovinen erottaa olennaisuusluottavuuden tarkastelussa systeemi-arvioinnin ja laatu-arvioinnin. Systeemi-arvioinnin perusteella arviointi tehdään etukäteen sovittujen normien perusteella. Systeemi-arvioinnin kannalta on erityisen merkittävää, antavatko yhtiön tilinpäätökset oikean ja riittävän kuvan yhtiöstä. Valvovalla viranomaisella on mahdollisuus tutkia yhtiön toimintaa ja verrata sitä normeihin. Huovinen toteaa systeemi-arvioinnin antavan vain karkeaa suuntaa tiedon olennaisuudesta. Hän ei pidä systeemi-arviointia riittävänä jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta arvioitaessa.⁸⁵

Sekä laatu-arvioinnissa, että systeemi-arvioinnissa on kyse tiedon olennaisuuden arvioinnista, siitä onko jokin tieto olennainen vai ei. Laatu-arviointi täydentää systeemi-arviointia. Laatu-arvioinnissa arvioidaan liiketoiminnan kokonaisuutta. Tieto on olennainen, jos sillä on vaikutusta yhtiön päätöksentekoprosessiin. Laatu-arviointi tapahtuu yhtiön jatkuvassa prosessissa ja arvioinnin suorittaa yhtiön johto. Laatu-arvioinnin kohdalla yhtiön johdolla ei ole normiperustaa, johon nojata kuten systeemi-arvioinnin kohdalla.⁸⁶ Olennaisuuden kriteereiden määrittäminen yhtiön sisälläkään ei ole aina yksinkertainen ja helppo tehtävä, vaan yhtiön johdon tulee etukäteen arvioida jonkin tietyn tapahtuman ja siitä mahdollisesti tehtävän tiedonannon merkitystä yhtiölle ja tehdä tämän jälkeen ratkaisu siitä, julkistetaanko tämä tiedonantona vai ei.⁸⁷

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta tärkeäksi nousee laatu-arviointi. Systeemi-arviointi koskee enemmän säännöllistä tiedonantovelvollisuutta. Laatu-arvioinnissa astuu esille myös johdon oma näkemys ja lojaliteetti. Vaikka laatu-arvioinnissa pyritään yleispäteviin kriteereihin, on tiedon olennaisuuden arviointi aina riippuvainen myös henkilöstä, joka arviointeja tekee. Yhtiön johto esimerkiksi suorittaa arvion siitä, onko tiedolla mahdollisesti vaikutusta osakkeen hintaan. Johto kantaa riskin siitä, että se jättää julkistamatta tiedon, jonka se uskoo vaikuttavan osakkeen hintaan vain vähän. Yhtiön johdon täytyy lisäksi tuntea toimialan erityisominaisuudet. Olennaisuusarviointiin vaikuttaa se, minkälaisella toimialalla yhtiö toimii.⁸⁸ Nopeatempoisilla markkinoilla olennaiseksi voi nousta vain lyhyen aikaa olennaisuutensa säilyttävä tieto.

On selvää, että yhtiön johto käyttää harkintaa julkistamansa tiedon suhteen. Ennen kuin tiedon olennaisuutta voidaan tarkastella, täytyy tapahtua muuta toimintaa, tietojen vertaamista, lajittelemista, järjestämistä ja muotoilemista. Olennaisuuden arvioimiseksi on edettävä useita vaiheita pitkin. Yhtiön johto kerää tietoa, erottelee olennaiset seikat epäolennaisista, hankkii tärkeiksi osoittautuvista tiedoista lisäselvitystä ja laittaa tiedot tärkeysjärjestykseen.

⁸⁵ Huovinen 2004, s. 191, 194, 198.

⁸⁶ Huovinen 2004, s. 198.

⁸⁷ Ruoho 2003, s. 146.

⁸⁸ Huovinen 2004, s. 207.

Tämän jälkeen johto arvioi, onko tieto niin olennainen, että se on julkistettava. Laatuarviointi nostaa esille tiedon olennaisuuden erilaisten kriteerien ohella myös arvioimiseen liittyvän toiminnan, sen järjestämisen ja vaiheet, olennaisuuden arvioimiseksi tehtävän työn kokonaisuudessaan.⁸⁹

Olenaisuusharkinta on eri hetkinä erilainen.⁹⁰ Olenaisuusharkinta on erilaista esimerkiksi nousu- ja laskusuhdanteessa. Noususuhdanteessa yhtiöllä ja toimialalla menee hyvin ja yhtiöllä voi olla jo positiivisia uutisia odottamassa julkistusta. Tällöin yhtiön kannalta negatiivinen uutinen voidaan helpommin katsoa epäolennaiseksi. Vastaavasti laskusuhdanteessa uusi tieto saavuttaa helpommin vaadittavan olennaisuus-asteen, koska tulevaisuudennäkymät ovat heikot.⁹¹ Suhdanne vaikuttaa muutenkin yhtiön tiedonantovelvollisuuteen. Esimerkiksi laskusuhdanteessa yhtiö joutuu prosessoimaan toimintaansa uudelleen. Tiedonantovelvollisuuden rajoissa yhtiö päättää, milloin se kertoo tulevat reaktionsa heikentyneen suhdanteen vuoksi. Tällöin osakkeen hinnan kannalta on olennaista, miten yhtiö tulee jatkossa toimimaan laskusuhdanteessa. Yhtiölle muodostuu tiedonantovelvollisuus, kun se on päättänyt miten toimii jatkossa.⁹²

Tiedon merkitys on erilainen eri aikoina. Yhtiön sisällä voidaan arvioida tiedon olevan toisinaan olennainen ja toisinaan epäolennainen. Tiedolla on prosessinomainen elinkaari yhtiön sisällä. Se syntyy, vahvistuu/vähenee/jatkuu, ja vanhentuu.⁹³ Välitilaan jää kolmenlaista tiedonantovelvollisuuden kannalta relevanttia tietoa. Ensimmäiseksi tieto, josta johdolla ei ole vielä varmuutta, toiseksi tieto jota yhtiö aikoo vielä liiketoiminnassaan hyödyntää, ja kolmanneksi tieto, joka on jo vanhentunut.⁹⁴ Tiedon on oltava luotettavaa ennen kuin yhtiö voi sen julkistaa. Paras kriteeri luotettavuuden arvioinnille on, että yhtiö voi tehdä sen perusteella liiketoimintaratkaisuja.⁹⁵

3.2.3 Osakkeen hinnanmuodostuksen vaikutus olenaisuusharkintaan

Tiedon olennaisuus on erilaista yhtiön sisä- ja ulkopuolella. Tieto on julkistamisvelvollisuuden alainen, kun se on olennainen yhtiön sisä- tai ulkopuolella. Ratkaisu tiedon julkistamisesta tehdään kuitenkin yhtiön sisällä. Näin siksi, että osakkeen hinnanmuodostus tapahtuu yhtiön ulkopuolella ja yhtiön on julkistettava kaikki hintaan vaikuttavat olennaiset tiedot.⁹⁶ Mark-

⁸⁹ Huovinen 2004, s. 206–207, 212.

⁹⁰ Huovinen 2004, s. 212.

⁹¹ Ruoho 2003, s. 133.

⁹² Hyöty 2006, s. 147.

⁹³ Huovinen 2004, s. 289.

⁹⁴ Huovinen 2004, s. 275.

⁹⁵ Huovinen 2004, s. 266.

⁹⁶ Huovinen 2004, s. 258.

kinoiden tietoisuus voi vaikuttaa yhtiön johdon tiedottamisharkintaan. Yhtiö julkaisee tiedon, jos tieto on markkinoille hinnanmuodostuksen kannalta tarpeellista. Markkinoiden tietoisuus ei kuitenkaan ratkaise tiedonantovelvollisuutta. Markkinoiden tieto yhtiöstä on puutteellista, ja yhtiön ei tarvitse olennaisuusarvioinnissaan huolehtia osakkeen hinnan kehityksestä. Markkinoille olennainen tieto voi olla yhtiölle siis epäolennaista. Hinnan määräytymiseen voivat vaikuttaa tiedot, joita yhtiö ei pidä olennaisena.⁹⁷

Tiedottaessaan yhtiö voi kertoa, että se ei pidä seikkaa olennaisena oman toimintansa kannalta. Tietoon perustuva hinnanmuodostus voi vääristyä esimerkiksi, jos markkinoiden odotukset yhtiön toiminnasta ovat erikoiset ja markkinat kiinnittävät huomiota luomiensa odotusten mukaisiin seikkoihin. Nämä asiat eivät välttämättä ole lainkaan samanlaisia, kuin mitä yhtiö on tarkoittanut seurattavan. Tieto on voinut myös yhtiön näkökulmasta vanhentua. Yhtiö voi jättää tiedottamatta seikan, jota markkinat pitävät käsityksensä kannalta olennaisena. Yhtiö ei ole vastuussa siitä, millaisia asioita markkinat seuraavat. Yhtiö ei ole velvollinen julkaisemaan hinnanmuodostuksen kannalta olennaista tietoa, jos tieto ei ole olennainen yhtiön kannalta. Yhtiö suorittaa olennaisuusarvioinnin oman tietonsa pohjalta arvioiden tiedon vaikutusta itseensä.⁹⁸

Yhtiöt eivät halua joutua suoraan kommentoimaan osakekursseja. Yhtiön ei tarvitse kommentoida osakkeensa arvoa. Sen ei tule toimia sijoitusneuvojana. Yhtiön tulee kuitenkin pitää sijoittajat tietoisena menestyksestään. Jos osakkeen arvo mukailee toimialan osakkeiden arvoa yhtiö voi olla hiljaa, vaikka osakkeen arvo muuttuisi suurestikin. Sen sijaan, jos muut toimialan osakkeet liikkuvat eri suuntaan kuin yhtiön osake, yhtiön voidaan odottaa tiedottavan, mistä tämä johtuu. Tällöin tiedon olennaisuus kasvaa. Markkinat odottavat yhtiön selittävän, mistä osakkeen hinnan lasku johtuu. Vähemmän merkityksellisestä tiedosta tulee sijoittajan näkökulmasta merkityksellisempää. Pakkoa asiasta tiedottamiseen yhtiöllä ei kuitenkaan ole, koska osakkeen hintaan voivat vaikuttaa kymmenet asiat yhtiössä ja sen ulkopuolella.

Joissakin tapauksissa osakkeen oletettava hinnanmuodostus vaikuttaa tiedonantovelvollisuuteen. Pörssi-yhtiön tulee ilmoittaa pörssille etukäteen aikeestaan julkistaa tieto, jolla tulee olemaan erittäin olennainen vaikutus arvopaperin arvoon. Yhtiön velvollisuus ilmoittaa pörssille etukäteen aikeestaan julkistaa tieto nousi esiin Pörssin kurinpitolautakunnan päätöksessä 30.3.2009. Tapauksessa annettiin varoitus Cencorp Oyj:lle pörssin sääntöjen rikkomisesta. Kurinpitolautakunnan mukaan Cencorpin olisi pitänyt antaa pörssille ennakoilmoitus koko-

⁹⁷ Huovinen 2004, s. 209.

⁹⁸ Huovinen 2004, s. 208–209.

naisjärjestelystä, johon kuului muun muassa ehdollinen rahoituspaketti, koska oli syytä olettaa, että kokonaisjärjestelyllä voi olla erittäin olennainen vaikutus yhtiön osakkeen hintaan. Kurinpitolautakunta katsoi, että Cencorp ei noudattanut tiedotusmenettelyssään pörssin sääntöjä. Lieventävänä seikkana kurinpitolautakunta katsoi, että rikkomus ei ollut tahallinen, vaan johtui pääosin yhtiön vastuulla olleista teknisistä seikoista.⁹⁹

Pörssiyhtiöllä ei ole velvollisuutta reagoida osakekurssin muutoksiin. Sen tulee ilmoittaa tiedonantovelvollisuuden edellyttämät seikat, mutta sen jälkeen osakekurssi voi kehittyä vapaasti. Osakekurssit nousevat ja laskevat usein ryppäissä sen mukaan, kuinka paljon rahaa osakkeisiin kulloinkin sijoitetaan. Kun osakemarkkinoille laitetaan paljon rahaa, osakkeiden hinnat nousevat ja kun rahaa otetaan pois, hinnat laskevat. Keskeisessä asemassa ovat pankit ja institutionaaliset sijoittajat, koska ne omistavat kolmeneljäsosaa yhtiöiden osakkeista.

3.3 Tiedon täsmällisyys

Tiedon täsmällisyyttä tutkitaan sisäpiiritiedon yhteydessä. Näin täsmällisyys-kriteeri kuuluu myös yhdeksi tiedonantovelvollisuutta rajaavaksi kriteeriksi, jotta tiedonantovelvollisuus ei epäselvissä tapauksissa toteudu.¹⁰⁰ Mitä täsmällisempää ja tarkempaa tieto on, sitä helpommin se on tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvaa. Tiedon tulee olla niin tarkkaa, että sen perusteella voidaan olettaa tiedon sisältämien olosuhteiden tai tapahtuman vaikuttavan osakkeen hintaan.¹⁰¹ Tiedon täsmällisyys-kriteeri rajaa tiedotettavan tiedon ulkopuolelle esimerkiksi markkinahuhut.

Olennaisuus- ja täsmällisyyskriteerit toimivat yhdessä ja mitä olennaisempaa ja täsmällisempää tieto on, sitä helpommin se vaikuttaa osakkeen hintaan. Epätäsmällinenkin tieto voi kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin, jos se on osakkeen hinnanmuodostuksen kannalta olennainen.¹⁰² Tiedottamisen epätäsmällisyys voi epävarmuutta lisätessään alentaa osakkeen hintaa. Mitä tarkempaa tietoa yhtiö pystyy julkaisemaan, sitä paremmin osakkeen hinta todennäköisesti vastaa yhtiön oikeaa arvostusta.¹⁰³

Täsmällisyys-kriteeri rajaa tiedonantovelvollisuutta yhdessä olennaisuus-kriteerin ja todennäköisyys-kriteerin kanssa. Koska täsmällisyys-kriteeri on avoin ja epämääräinen, syntyy rajanvetotilanteita siitä, kuuluuko tieto tiedonantovelvollisuuden piiriin. Yhtiön eduksi tiedonantovelvollisuusharkinnassa toimii laillisuusperiaate. Laillisuusperiaate asettaa tiedon

⁹⁹ *Dittmar & Indrenius* 2014, s. 83.

¹⁰⁰ *Kotiranta* 2014, s. 280.

¹⁰¹ HE 137/2004, s. 60.

¹⁰² *Knuts* 2011, s. 46.

¹⁰³ *Laininen* 2013, s. 39.

täsmällisyysvaatimuksen tulkinnalle olettan, jonka mukaan tiedonantovelvollisuutta ei voida epäselvissä tilanteissa laajentaa yhtiön vahingoksi.¹⁰⁴

Mårten Knuts on kirjassaan “Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla” arvioinut täsmällisyysvaatimusta ja tiedonantovelvollisuusharkintaa. Olennaista on, että Knuts on yhdistänyt täsmällisyyden, epävarmuuden, olennaisuuden ja sen, ylittääkö tieto tiedonantokynnyksen. Knutsin arvio on seuraava:¹⁰⁵

Sellainen tieto, joka epätäsmällisyydestään tai osittaisesta epävarmuudestaan huolimatta on tiedonantovelvollisuuden olennaisuusvaatimuksen täyttävä tieto, voidaan lähtökohteisesti katsoa olevan myös riittävän täsmällinen. Mitä suppeammin täsmällisyys arvopaperimarkkinaoikeudessa määritellään, sen laajemmaksi kasvaa sisäpiiritiedon määritelmä ja sen laajemmaksi kasvaa pörssiyritysten tiedonantovelvollisuus. Laskettaessa täsmällisyysvaatimus varsin alas, seuraa siitä varsin laaja tiedonantovelvollisuus, joka puolestaan voi aiheuttaa suuria informaatiokuluja yhtiöille ja vastaavasti aiheuttaa suuria informaation prosessointikuluja markkinatoimijoille.

Tiedonantovelvollisuus voi olla erilaista riippuen siitä, minkälaiset ovat yhtiön tiedot kokonaisuutena. Samalla tiedolla voi olla eri asema tiedonantovelvollisuusharkinnassa riippuen siitä, onko yhtiöllä muuta julkistamatonta tietoa, joka vaikuttaa uuden tiedon arviointiin. Yhtiöllä aiemmin ollut julkistamaton tieto voi johtaa siihen, että sen sama uusi tieto ei ole tousarvoltaan epävarma. Jos yhtiö yhdistelemällä uuteen tietoon vanhaa tietoa voi luoda riittävän olennaista ja täsmällistä tietoa, yhtiölle syntyy luomastaan tiedosta tiedonantovelvollisuus. Tieto voi olla yhden yhtiön hallussa tiedonantovelvollisuuden alaista ja toisen ei. Tämä johtuu siitä, että tieto joka on toiselle yhtiölle huhua, voi toiselle olla fakta yhtiön muiden tietojen perusteella.

Tiedon täsmällisyyden arviointi kohdistuu tiedon todennäköisyyden- ja tiedon tarkkuuden arviointiin. Tieto ylittää tiedonantovelvollisuuskynnyksen, kun se koostuu yksilöitävissä olevista tosiasioista tai olosuhteista, joiden ilmeneminen tai toteutuminen on objektiivisesti arvioiden todennäköistä.¹⁰⁶ Tiedon on lisäksi oltava niin tarkkaa, että sen perusteella voidaan tehdä arvio tiedon sisältämien tosiasioiden tai olosuhteiden vaikutuksesta osakkeen hintaan.¹⁰⁷ Tietohan on sisäpiiritietoa vain, jos sillä julkistettaessa todennäköisesti olisi huomattava vaikutus osakkeen hintaan. Tiedonantovelvollisuusharkinnassa täsmällisyyskriteerin tarkoituksena on sulkea tiedotettavan tiedon ulkopuolelle markkinahuhut ja epävarmat seikat.¹⁰⁸

Tiedonantovelvollisuusharkintaan vaikuttaa myös tiedon merkityksellisyys. Merkittävä tieto voi olla epätäsmällisenäkin osakkeen hintaan vaikuttavaa. Vähemmän merkityksellinen tieto taas ei välttämättä täsmällisenäkään saa aikaan hintavaikutusta. Tieto on sitä merkittä-

¹⁰⁴ Kotiranta 2014, s. 280.

¹⁰⁵ Knuts 2011, s. 87.

¹⁰⁶ Kotiranta 2014, s. 282.

¹⁰⁷ Kotiranta 2014, s. 278.

¹⁰⁸ Kotiranta 2014, s. 277.

vämpää, mitä suurempi vaikutus sillä on osakkeen hintaan. Arvioitaessa tiedon merkitystä, tulee ottaa huomioon tiedon lähde. Mitä luotettavammasta lähteestä tieto tulee, sitä merkittävämpää se on. Olennaista on myös se, kuinka vahva liityntä tiedolla on yhtiöön. Tiedon merkittävyys arvioidaan tiedonantohetkellä tiedossa olleiden asioiden perusteella.

Arvioitaessa tietoa, jonka toteutuminen riippuu toisesta seikasta, tulee ottaa huomioon, että vaikka tiedon tiedettäisiin olevan totta, tiedon kohteena olevan seikan toteutumisen epävarmuus vaikuttaa tiedonantovelvollisuusharkintaan. Seikan toteutumisen epävarmuus ei sinänsä merkitse tiedon epätasällisyyttä. Mitä todennäköisempää seikan toteutuminen on, sitä todennäköisemmin siitä on tiedotettava. Tyypillisesti epävarma tieto kuitenkin liittyy valmisteilla tai suunnitteilla oleviin tapahtumiin. Valmisteilla tai suunnitteilla olevat tapahtumat ovat harvemmin sisäpiiritietoa eivätkä ne näin usein kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin.

Tiedon toteutumisen todennäköisyydestä tulee erottaa tiedon kehitysaste. Erityisesti yrityskauppojen yhteydessä tulee esiin tilanne, jossa yrityskaupan kehitysaste on tiedon olennaisuutta määrittäessä keskeistä. Jotta tieto on olennainen, kaupan kokoluokan tulee aina olla riittävän suuri. Sen sijaan tiedon kehitysasteen, eli kaupan edistymisen osalta, arvio on joustava.¹⁰⁹ Yrityskaupan suuruus ja kaupan kehitysaste vaikuttavat tiedonantovelvollisuuden syntymiseen yhdessä. Vaikka kauppa olisi edistynyt vain vähän, tieto voi olla olennainen, jos kauppa on hyvin suuri.

Seikan toteutumisen todennäköisyys, tiedon täsmällisyys ja tiedon olennaisuus määrittävät yhdessä sen, kuuluuko tieto tiedonantovelvollisuuden piiriin. Seikan toteutumisen ei tarvitse olla täysin varmaa, jotta tiedonantovelvollisuuskynnys ylittyy. Tieto, jonka toteutuminen on epävarmaa, voi kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin, jos tieto on täsmällistä ja erittäin olennaista. Vastaavasti epätasällinen tieto voi kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin, jos se on varmaa ja olennaista.

Tiedon toteutumisen todennäköisyys on keskeinen kriteeri tiedonantovelvollisuusharkinnassa. Märten Knuts on kirjassaan ”Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla” perustellut, miksi todennäköisyysarviointi on itsenäinen kriteerinsä.

Arvopaperimarkkinoilla toteutetaan sijoituspäätöksiä, joissa menestyksellisyyteen vaikuttavat olennaisesti päätökseen liittyvä riski ja riskinoton seurauksena tavoiteltu hyöty. Todennäköisyyden ja olennaisuuden yhdistelmä määrittelee rationaalisen sijoitustoiminnan. Siksi markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden turvaamiseksi toteutetun oikeudellisen intervention tulisi perustua sekä todennäköisyyteen että olennaisuuteen. Muutoin on vaarana, ettei tiedonantovelvollisuuden määritelmän tulkinta korreloi sen mukaan, mihin sijoittajat kiinnittävät huomiotaan sijoituspäätöksissään. Sellainen määritelmä ei olisi markkinalähtöinen.

¹⁰⁹ Kurenmaa 2003, s.135.

3.4 Tiedon julkistamattomuus -edellytys

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan mukaan tiedonantovelvollisuuden alaista on tieto, jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus pörssiyhtiön osakkeen hintaan. Voidaanko sitten ajatella, että jos tieto on jo vaikuttanut osakkeen hintaan, se ei enää ole tiedonantovelvollisuuden alaista? Ja onko näin siitä riippumatta, onko tieto julkistettu pörssitiedotteella?

Huovinen katsoo esimerkiksi olevan kyseenalaista, voiko yhtiö katsoa julkistaneensa asiaa, josta ei ole tehty pörssitiedotetta. Huovinen kirjoittaa seuraavasti: “Kun laki edellyttää, että olennaiset tiedot on julkistettava pörssin kautta, on kyseenalaista, voiko yhtiö, joka julkistaa tiedon muuna kuin pörssitiedotteena, katsoa julkistaneensa sitä lainkaan”.¹¹⁰ Vesa Annola katsoo, että “vaikka seikka olisi sen julkisuuteen tulemisen myötä menettänyt sisäpiiritiedon luonteensa, se ei välttämättä poista yhtiön velvollisuutta seikan julkistamiseen erillisellä julkistamistoimella”.¹¹¹ Sanamuoto “ei välttämättä poista” jättää sen mahdollisuuden, että seikan julkisuuteen tulo poistaa tiedonantovelvollisuuden. Asiaan ei ole otettu enempää kantaa markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa tai oikeuskirjallisuudessa.

Lähtökohta on, että tiedonantovelvollisuus ei poistu, vaikka tieto olisi saatettu markkinoiden tietoon muuten kuin pörssitiedottamisen kautta. Jotta pörssiyhtiö täyttää tiedonantovelvollisuutensa, tieto pitää julkistaa esitteen, säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tai jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kautta. Pörssitiedotteella julkistettua ja muuten julkistetuksi tullutta tietoa voidaan vertailla. Vertailussa voidaan painottaa tietojen asiallista vertailua.

Kaikkea markkinoille relevanttia tietoa ei kuitenkaan tiedoteta pörssitiedotteella. Syynä voi olla tietämättömyys, virhe tai tietovuoto. Näidenkin poikkeuksellisten tilanteiden osalta on kyettävä johdonmukaisesti määrittämään, milloin tieto voidaan katsoa julkistetuksi.¹¹² Pörssitiedotteella julkistamattoman tiedon arvioinnissa voidaan ottaa huomioon, kuinka laajasti seikka on markkinoiden tiedossa. Mitä laajemmin asiasta kirjoitetaan, sitä luotettavammaksi tieto voidaan markkinoilla yleensä olettaa. Tapauksen olosuhteet kokonaisuudessaan vaikuttavat arviointiin.

Jos tietoa ei ole julkistettu pörssitiedotteella, tieto on epävarmaa. Markkinoilla oleva tieto voi pitää paikkansa. Se voi kuitenkin myös olla yleisluontoista, epätasällistä ja ehkä jopa virheellistä. Vain pörssitiedotteella julkaistu tieto on täysin luotettavaa ja sijoittajat voivat olettaa sen vastaavan asiasisällöltään yhtiöntietoa.

¹¹⁰ Huovinen 2004, s. 91.

¹¹¹ Annola 2005, s. 222.

¹¹² Annola 2005, s. 215.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tehtävä on tiedottaa sisäpiiritietoa markkinoille. Jos tieto ei ole enää julkitulon jälkeen sisäpiiritietoa, ei yhtiöllä ole siitä myöskään tiedonantovelvollisuutta. Sisäpiiritietoa koskevan hallituksen esityksen mukaan julkistamiseen rinnastuu myös tiedon saattaminen markkinoilla toimivien käyttöön toimittamalla se markkinoilla toimivien tiedonvälittäjien kautta arvopaperinvälittäjien saataville. Jos tieto on markkinoilla yleisesti tunnettu, se ei voi olla säännöksessä tarkoitettua sisäpiiritietoa, eikä näin tiedonantovelvollisuuden alaista. Tehokas tiedonvälittäjä on esimerkiksi Suomen Tieto Toimisto (STT). Tieto ei kuitenkaan tule julkistetuksi vielä kun se toimitetaan STT:lle, vaan vasta kun STT julkistaa asian.

Pörssiyhtiöt usein kertovat tiedonantopolitiikassaan, mitä asioita ne kertovat pörssitiedotteilla ja mitä lehdistötiedotteilla. Lehdistötiedotteet eivät täytä yhtiön tiedonantovelvollisuutta. Esimerkiksi Technopolis kertoo tiedonantopolitiikassaan, että “Sellaiset Technopoliksen toimintaa koskevat päätökset, asiat ja tapahtumat, joilla arvioidaan voivan olla olennainen merkitys Technopoliksen pörssinoteerattujen arvopapereiden arvonmuodostukseen, julkistetaan ilman aiheetonta viivytystä pörssitiedotteena. Pörssitiedotteena julkaistaan mm. säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat tilinpäätös ja toimintakertomus, osavuositiedot sekä taloudellisissa ja tulevaisuuden näkymissä tapahtuneet merkittävät muutokset.”

Tämän tutkimuksen kannalta keskeistä on, mitä pörssiyhtiöt eivät katso pörssitiedottamiseen kuuluvaksi, vaan tiedottavat lehdistötiedotteella. Technopolis kertoo tiedottavansa lehdistötiedotteella seuraavat asiat: “Lehdistötiedotteilla kerrotaan Technopoliksen liiketoimintaan liittyvistä tapahtumista, jotka eivät täytä pörssitiedotteelle asetettuja kriteereitä, mutta joilla arvioidaan olevan uutisarvoa tai muutoin yleistä mielenkiintoa sidosryhmille, kuten analyytikoille ja medialle. Tällaisia tapahtumia voivat olla esimerkiksi pienemmät vuokrasopimukset, kiinteistökaupat tai paikalliset yhteistyöhankkeet yhtiön ulkopuolisten toimijoiden kanssa.”

Finnair kertoo tiedonantopolitiikassaan kertovansa lehdistötiedotteena, sijoittajauutisena ja sosiaalisen median välityksellä esimerkiksi seuraavat asiat:

- a) Kuukausittaiset liikennetiedot
- b) Pienemmät yrityskaupat ja kumppanuudet
- c) Pienemmät yhteistyö- ja rahoitussopimukset
- d) Uudet tuotteet, palvelut tai ratkaisut, jotka eivät ylitä pörssitiedottamisen kynnystä
- e) Pienemmät lentokonehankinnat tai -myynnit
- f) Yhtiön saamat tunnustukset
- g) Yhtiön muut ajankohtaiset asiat

Lehdistötiedotteella markkinoille välitetyn tiedon voidaan katsoa absorboituneen osakkeen hintaan, ja vaikka esimerkiksi kuukausittaiset liikennetiedot myöhemmin muotoutuisivat osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavaksi, niitä ei enää tarvitse julkistaa pörssitiedotteella.

Tiedon, jota ei ole tiedotettu pörssitiedotteella, voidaan katsoa vaikuttaneen osakkeen hintaan vain, kun tieto on jo kaikille sijoittajille itsestään selvää ja kun tiedolla ei enää ole uutisarvoa.

Australian pörssin sääntöjen mukaan tieto voidaan katsoa julkistetuksi, kun se on yleisesti saatavilla. Tämän tutkimuksen kannalta Australian Pörssin säännöissä mielenkiintoinen on kohta, jossa sanotaan yleisesti saatavilla olevaksi tieto, joka koostuu helposti havaittavissa olevasta asiasta. Lisäksi julkistetuksi katsotaan tieto, joka voidaan päättelämällä johtaa muusta tiedosta, joka on yleisesti saatavilla. Australian pörssin sääntöjen mukaan julkistetuksi katsotaan seuraavanlaiset tiedot:

(i) information consists of a readily observable matter; or (ii) information has been made known in a manner that would, or would be likely to, bring it to the attention of persons who commonly invest in any of the classes of securities issued by the Company and a reasonable period for it to be disseminated among such persons has elapsed; or (iii) information consists of deductions, conclusions or inferences made or drawn from other information that is generally available.

Suomen lainsäädännön mukaan “helposti havaittavissa oleva asia” ei voi olla yrityssalaisuus, mutta tiedonantovelvollisuussäännösten yhteydessä “helposti havaittavissa oleva asia” ei toimi kriteerinä. On tosin helppo ajatella, että “helposti havaittavissa oleva asia” on yleisesti saatavilla oleva ja julkistettu. Lau Hansen on pohtinut ennen pörssitiedottamista saatavilla olevan tiedon ja yrityssalaisuuden ongelmia tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta seuraavasti:¹¹³

But the seller is not required to disclose information that is not monopolistic, that is, it is available to the customer for example because the defect is not hidden but in plain sight, nor is the seller required to disclose the trade secrets involved in manufacturing his product, although both kinds of information may be of interest to the customer. Not all monopolistic and price-sensitive information should be disclosed and not all use of such information necessarily constitutes abuse.

Lau Hansenin mukaan yhtiö ei ole velvollinen tiedottamaan seikasta, joka on osakkeen ostajan nähtävissä. Yhtiö ei ole myöskään velvollinen julkistamaan yrityssalaisuuksiaan, joita se on käyttänyt valmistaessaan tuotetta. Hän tuleekin siihen johtopäätökseen, että kaikkea julkistamatonta ja osakkeen hintaan vaikuttavaa tieto ei tarvitse tiedottaa pörssitiedotteella.

Esimerkiksi pörssiyhtiön tehtaan tulipalo on yleisön nähtävillä ja siten yleisesti saatavilla. Yhtiölle jää kuitenkin velvollisuus tiedottaa tulipalon vaikutuksista yhtiöön, jos vaikutukset eivät ole yleisesti saatavilla.¹¹⁴ Iso-Britannian parlamentin arvopaperikomitea FSA on antanut useita näkökulmia, jotka tulee ottaa huomioon arvioitaessa, onko tieto yleisesti saatavilla ja siten julkistettu. Ensimmäinen näkökulma on, onko tieto saatavilla julkisista asiakirjoista. Toinen näkökulma on, voidaanko seikka saavuttaa havainnoimalla. Kolmas näkökulma on,

¹¹³ Hansen 2012, s. 4.

¹¹⁴ Esimerkki on Englannin pörssin ohjeista “The disclosure rules - a practical guide for listed companies”, s. 5.

voidaanko seikka saavuttaa analysoimalla muuta tietoa, joka on julkisesti saatavilla.¹¹⁵ Suomen lainsäädännön mukaan tiedonantovelvollisuuteen ei ole vaikutusta edellä mainituilla näkökulmilla. Mutta tilanne, jossa tieto on yleisesti saatavilla, on kyseenalainen. Tieto voidaan helposti tulkita vanhentuneeksi.

3.5 Relevanssikriteeri

3.5.1 Relevanssikriteerin kritiikki

Tiedonantovelvollisuuden kriteerinä voitaisiin käyttää tiedon merkityksellisyyttä yhtiön näkökulmasta. Nykyisin pörssi-yhtiön on julkistettava sisäpiiritieto jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus osakkeen hintaan. Tiedonantoharkinta suoritetaan yhtiössä ja tiedon vaikutus osakkeen hintaan on melko sattumanvaraista. Tieto palvelee ensisijaisesti sijoittajia, mutta kun arvioidaan, milloin tiedonantovelvollisuus on täytetty, kriteerinä tulisi olla yhtiön tilanne. Yhtiöllä tulisi olla oikeus tulkita tiedonantovelvollisuutta omista lähtökohdistaan. Esimerkiksi varojenkeruutilaisuus voi olla olennainen yhtiölle, jolla on rahoitusongelmia, mutta sama tilaisuus on epäolennainen samalle yhtiölle parempina aikoina. Varojenkeruutilaisuus ei ole kuitenkaan osakkeen hintaan vaikuttava kummassakaan tapauksessa. Relevanssikriteeri sulkee näin tiedonantovelvollisuuden piiristä pois olennaisia asioita.

Tiedonantovelvollisuusharkinnan painopisteen siirtäminen sijoittajien tiedonsaantioikeudesta yhtiön tiedonantoharkintaan vastaisi paremmin tiedonantovelvollisuusnormiston taustalla olevia periaatteita. Näin voidaan taata se, että yhtiö voi järjestää käytännön liiketoimintansa ja yhtiön johtamisen markkinoista ja tiedonantovelvollisuus säännöksistä piittaamatta.

Tiedonantovelvollisuusharkinnasta tekee hankalaa se, että velvollisuus tiedon julkistamiselle on yhtiöllä, kun taas perustelut ja perusteet tiedonantovelvollisuudelle määritellään sijoittajalle muodostuneen käsityksen mukaan. Kyetäkseen arvioimaan tarvetta julkistaa tieto on yhtiön pystyttävä arvioimaan, mikä on sijoittajille muodostunut perusteltu käsitys. Lähtökohtaisesti tämä on erittäin hankalaa.¹¹⁶

Esimerkiksi Kati Ruoho toteaa kirjoituksessaan ”Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tekijät” seuraavaa: ”Vesa Annola toteaa sisäpiirin kaupankäyntiä koskevassa lisensointityössään, ettei olennaisen muutoksen sisältöä ole määritelty kurssinousujen tai -laskujen mukaisesti, vaan tiedon olennaista vaikutusta on arvioitava samoin edellytyksin siitä riippu-

¹¹⁵ Esimerkki on Englannin pörssin ohjeista ”The disclosure rules - a practical guide for listed companies”, s. 5.

¹¹⁶ *Laininen* 2013, s. 45.

matta, onko tieto omiaan olennaisesti laskemaan tai nostamaan osakkeen kurssia.”¹¹⁷ Voi-
daankin kysyä, minkä vuoksi tiedolta edellytetään vaikutusta osakkeen arvoon tai hintaan?

Kai Kotiranta on väitöskirjassaan kirjoittanut sisäpiirintiedon syntymisestä. Seuraava on
katkelma Kotirannan kirjoituksesta tiedon hintavaikutusta koskien.¹¹⁸

Tiedonantoharkinta on aina tulevaisuuteen kohdistuvaa harkintaa. Tiedolla ei ole objek-
tiivista arvoa tai ennustettavaa voimaa, vaan tieto on subjektiivista. Tiedon perusteella
tulevaisuuden tapahtumien ennustaminen on joka tapauksessa vaikeaa. Tieto on aina
haltijalleen subjektiivista. Kun yhtiö tekee päätöksen tiedottamisesta tietoa käyttäen,
riippuu päätöksenteon jälkeinen menestyminen tai menestymättä jääminen hinnanmuu-
toksen suunnasta ja suuruudesta. Nämä seikat riippuvat puolestaan siitä, tulkitsevatko
muut markkinaosapuolet saman tiedon ja sen merkityksen samalla tavalla kuin miten
yhtiö on tulkinut. Näin ollen tiedon vaikutus osakkeen hintaan on itse asiassa riippu-
vainen muiden markkinaosapuolten tulkinnoista ja ratkaisuista.

Ongelmallista on nähdäkseni se, että ollakseen tiedonantovelvollisuuden alaista tiedon on
oltava omiaan vaikuttamaan osakkeen hintaan. Tiedon vaikutus osakkeen hintaan, eli rele-
vanssikriteeri, riippuu siitä miten muut markkinaosapuolet tulkitsevat tiedon. Arvio siitä, on-
ko yhtiö täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa, muuttuu tämän johdosta sattumanvaraiseksi. On
tosin huomattava, että tiedolta ei nykysääntelyn mukaan edellytetä tosiasiallista vaikutusta
osakkeen hintaan, vaan olennaisen hintavaikutuksen tosiasiallinen mahdollisuus riittää.¹¹⁹ Jos
kuitenkaan tiedon tosiasiallisella vaikutuksella osakkeen hintaan ei ole mitään merkitystä,
koko relevanssikriteeri muuttuu perusteettomaksi. Tosiasia on, että pörssi elää omassa maail-
massaan erillään siinä noteerattavien yhtiöiden arvosta lyhyellä aikavälillä tarkasteltuna.¹²⁰

Tiedon vaikutusta arvioitaessa on myös otettava huomioon, että sama tieto voi vaikuttaa
olennaisesti jonkin osakkeen arvoon tai hintaan, mutta sen vaikutus toiseen osakkeeseen voi
olla vähäinen. Esimerkiksi seikka, joka vaikuttaa pörssi-yhtiön osakkeen hintaan, ei välttämät-
tä vaikuta pörssi-yhtiön liikkeeseen laskeman velkakirjan hintaan. Osakkeen kurssi saattaa
tiedon julkistamisen aikana jo olla niin korkea, ettei tieto enää sitä nosta.¹²¹ Ongelmallista on,
että on lähes mahdotonta varmistua siitä, mitkä seikat osakekurseja kulloinkin heiluttelevat.
Toisinaan pelkkä vähämerkityksellinen uutinen voi aiheuttaa merkittävän kurssinousun tai -
laskun. Toisinaan taas hyvinkin merkittävä tieto ei vaikuta osakkeen hinnanmuodostuk-
seen.¹²²

Seuraavassa esitän esimerkkejä, joissa tieto on tiedonantovelvollisuuden alainen, vaikka
sillä ei ole vaikutusta osakkeen hintaan. Esimerkit on poimittu Märten Knutsin kirjasta “Sisä-
piirisääntely arvopaperimarkkinoilla”:

¹¹⁷ Ruoho 2003, s. 127.

¹¹⁸ Kotiranta 2014, s. 291.

¹¹⁹ Kotiranta 2014, s. 286.

¹²⁰ Saario 1994, s. 199.

¹²¹ HE 254/1998, s. 35.

¹²² Ruoho 2003, s. 147.

Pörssiyhtiö solmii arvokkaan hankintasopimuksen. Ennen sopimuksesta tiedottamista pörssitiedotteella pörssiyhtiö tiedottaa toisesta, paljon suuremmasta hankintasopimuksesta. Ensimmäisellä hankintasopimuksella ei tällöin enää ole hintavaikutusta. Tästä huolimatta julkistamaton hankintasopimus katsotaan sisäpiiritiedoksi ja näin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alaiseksi tiedoksi.¹²³

Seuraava on esimerkki, jossa tiedonantovelvollisuus kynnyksen tulisi ylittyä, mutta tapaus jää tiedonantovelvollisuuden ulkopuolelle, koska tapauksella ei ole vaikutusta osakkeen hintaan:

Suuryritys suunnittelee ostavansa pienen paikallisen (ei-listatun) kilpailijansa. Hanke on edennyt niin pitkälle, että sen toteutumista voidaan pitää todennäköisenä. Arvioimalla todennäköisyyttä ja olennaisuutta kokonaisvaltaisesti, voidaan päätellä, ettei hanke muodosta sisäpiiritietoa suuryrityksen osakekurssin kannalta, koska hanke ei toteutumistodennäköisyydestä huolimatta ja hankkeen olennaisuus huomioon ottaen tuota vielä nykyhetkenä riittävää tiedollista etumatkaa.

Oikeuskirjallisuudessa on kannatettu tiedonantovelvollisuuden kehittämistä prosessinomaisuuden suuntaan. Nykyisen lainsäädännön mukaan vallalla on kuitenkin pistekäsityksen mukainen tiedonantovelvollisuus. Tiedotuksen pistekäsityksen myötä tiedon olennaisuuden arviointikynnys nousee. Pistekäsityksen mukainen tiedonantovelvollisuus ei vaadi kertomaan julkisuuteen yhtiön suuntaa ja näkemyksiä.¹²⁴ Nykyisen lainsäädännön mukaan yhtiö vain kommentoi tiedonantovelvollisuuskynnyksen ylittänyttä asiaa. Yhtiö voi pitää yhtiön suuntaa ja näkemyksiä koskevat tiedot yrityssalaisuutenaan. Prosessinomainen tiedonantovelvollisuus ja relevanssikriteeri laskevat yhdessä tiedonantovelvollisuuskynnyksen liian alas. Yhtiö joutuu tiedottamaan myös asioista, joita ei ole tarkoitettu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Tällaisia asioita ovat esimerkiksi yhtiön omaan käyttöön luomat tiedot.

Nykyllä lainsäädännöllä tiedon olennaisuutta ei arvioida sen mukaan, onko sillä vaikutusta yhtiön päätöksentekoprosessiin. Tiedonantovelvollisuusharkinnan siirtäminen kohti tiedon merkityksellisyyttä yhtiön näkökulmasta, ja samalla sijoittajille olennaisen tiedon sijaan, toisi harkinnan lähemmäksi käytäntöä. Yhtiö täyttää tiedonantovelvollisuutensa tietämättä, mitkä seikat ovat sijoittajille olennaisia. Lisäksi tiedon vaikutus osakkeen hintaan on sattumanvaraista.

Sijoitusmarkkinat ovat jatkuvan uutisvirran kohteena. Voimme sanoa, että kaikki maailmassa tapahtuvat asiat voivat vaikuttaa pörssikursseihin. Sama uutinen vaikuttaa toisessa tilanteessa pörssiin, toisessa taas se ei vaikuta lainkaan. Tilanne, jossa yhtiö julkistaa esimerkiksi positiivisen uutisen ilman, että se vaikuttaa osakkeen hintaan voi johtua seuraavista syistä.¹²⁵

- a) Asia on ennakoitu, ja ostajat ovat jo toteuttaneet aikeensa.

¹²³ Knuts 2011, s. 102.

¹²⁴ Huovinen 2004, s. 85.

¹²⁵ Saario 1994, s. 197.

- b) Tieto ei todellisuudessa ollut merkityksellinen yhtiön tulevaisuuden odotusten tai osin-
gonmaksukyvyn kannalta, vaikka se näytti siltä ensi näkemältä.
- c) Markkinoille on tulvinut samaan aikaan tärkeämpiä uutisia, niin että tämä uutinen ei ole
saanut huomiota tiedotusvälineissä eikä riittävän monella osapuolella ole ollut mahdol-
lisuutta reagoida uutiseen siten kuin ne olisivat toisissa olosuhteissa tehneet.
- d) Markkinoilla on yksi tai useampi suuri myyjä, joka on odottanut sopivaa hetkeä myy-
däkseen osakkeensa riippumatta yhtiön tuloksesta tai tulevaisuudennäkymistä.

Ilmaisun “todennäköisesti olisi huomattava vaikutus osakkeen hintaan” avoimuus ja tästä seu-
raava määritelmällinen epätarkkuus sekä perinteisen tulkintatavan painottuminen pääasiassa
oikeustaloustieteelliseen tehokkuusargumenttiin muodostuu ongelmalliseksi tulkinta- ja sovel-
tamistilanteessa.¹²⁶ Relevanssikriteeri on paikallaan sisäpiirisääntelyn yhteydessä, kun arvioi-
daan sitä, milloin seikan vaikutus on markkinoiden näkökulmasta niin merkittävä, että sen
hyväksikäyttöä on syytä erikseen rajoittaa. MAR 17 artiklan mukaisen tiedonantovelvollisuu-
den yhteydessä ei markkinoilla ole häviäjää, koska kaikki tietävät tiedotetun tiedon perusteel-
la samat asiat.

Jos relevanssikriteeri poistettaisiin, voitaisiin samalla poistaa myös tiedon tarkkuuskri-
teeri. Näin tiedonantovelvollisuuden määrittäjiksi jäisivät tiedon olennaisuus- ja täsmällisyys-
kriteerit. Nykyisessä tilanteessa tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voi-
daan tehdä johtopäätös olosuhteiden tai tapahtumien mahdollisesta vaikutuksesta osakkeen
hintaan. Kun hintavaikutusta ei enää edellytettäisi, voitaisiin myös tarkkuuskriteeristä luopua,
ja ollakseen tiedonantovelvollisuuden alaista tiedon tulisi olla vain riittävän täsmällistä (jotta
se voidaan erottaa huhusta) ja olennaista. Käytännön soveltamistilanteessa tuomioistuimen on
lähes mahdotonta perustella, milloin tieto on riittävän tarkkaa, riittääkö esimerkiksi 25 %:n
todennäköisyys hintavaikutuksen syntymiseen? Tämän vuoksi tuomioistuimet eivät voi kir-
joittaa kunnollisia perusteluita tuomioille.

3.5.2 Relevanssikriteerin tutkimusta ulkomailta

Hyvä esimerkki tapauksesta, jossa olennaisella seikalla ei ole hintavaikutusta, on brittiläisen
Pace Micro Technologyn tapaus. Tapauksessa Pace ei osavuositarkastuksensa yhteydessä tie-
dottanut, että se oli menettänyt tulevaisuudessa toimitettavien tuotteiden vakuutusvakuutusyhtiön yh-
delle Pacen suurimmista asiakkaista. The Financial Services Authority (FSA) katsoi, että va-
kuutusvakuutusyhtiön menettäminen ei ollut osakkeen hintaan vaikuttavaa tietoa, mutta sillä oli toden-
näköisesti vaikutusta aiemmin julkaistun tiedon merkitykseen. FSA määräsi Pacelle 450,000
punnan sakon. Tapauksen englanninkielinen tiivistelmä on seuraava:

¹²⁶ Kotiranta 2014, s. 272.

On January 8, 2002, Pace announced its interim results but failed to reveal that its trade credit insurance for future deliveries to one of its largest customers had been withdrawn. The FSA judged this to be a breach of the obligation to ensure that information released to the market is not misleading and does not omit anything “likely to affect the import” of information already released.

The case underlines the need to include all material information when making announcements. The loss of the insurance cover was not deemed to be price-sensitive – just material to the matter being announced.

The FSA accepted that Pace had not acted recklessly or deliberately but had simply come to the wrong conclusion about what was material. The company was nonetheless fined a hefty £450,000 for breaching the two rules.

Tutkimukseni perusteella esitän, että sisäpiiritietoa ja tiedonantovelvollisuuden alaista tietoa pitäisi arvioida eri kriteerein. On ongelmallista, että MAR (Market Abuse Regulation) sääntelee molempia. Sisäpiiritiedon arvioinnille ja tiedonantovelvollisuuden arvioinnille pitäisi molemmille olla oma asetuksensa. Relevanssikriteeri laskee tiedonannon riman liian alas. Julkistamaton tieto on hintaan vaikuttavaa, kun se voi vaikuttaa sijoittajien näkemyksiin pörssi-yhtiön tulevaisuuden toiminnasta. Tämä on oikea kriteeri sisäpiiritiedon arvioinnille, mutta ei tiedonantovelvollisuusharkinnalle. Lau Hansen on kirjoituksessaan “The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation” verrannut sisäpiiritietoa ja tiedonantovelvollisuuden alaista tietoa vasaraan ja sahaan ja tullut seuraavaan päätelmään:¹²⁷

I should be remembered that all it takes for a piece of monopolistic information to be price-sensitive is its capacity to make investors better anticipate the future behaviour of the issuer for better or worse. This is a rather low threshold, which it should be as long as it is only used to prevent insiders from trading on confidential price-sensitive information and does not affect the confidentiality of the information itself by triggering public disclosure.

Osakemarkkinoiden luonteen johdosta informaatio ei suodatu hintoihin ennakoitavalla tavalla. Markkinoilla on erilaisia sijoittajia, toiset sijoittavat pitkällä tähtäimellä ja toiset spekuloiivat. Kuten Lau Hansen asian ilmaisee “after all, at the race track all the betting is not done solely on the horse most likely to win”.¹²⁸ Se, että tiedonantovelvollisuus on sidottu osakkeen hintaan, vaikkakin vain muutaman prosentin muutoksiin, on väärin yhtiöitä kohtaan. Osakkeen hinnan heilahtelu ei ole sidottu yhtiön fundamentteihin, vaan pikemminkin siihen, kuinka paljon rahaa osakemarkkinoihin on kulloinkin sijoitettu. Osakkeen hinta on huono mittari tiedonantovelvollisuusharkinnalle. Ollakseen tiedonantovelvollisuuden alaista, tiedon ei pitäisi olla osakkeen hintaan vaikuttavaa. Osakkeen hintaan vaikuttava tieto on pikemminkin osakemark-

¹²⁷ Hansen 2012, s. 8.

¹²⁸ Hansen 2012, s. 7.

kinoiden “meluun” kuin yhtiön liiketoimintaedellytyksiin perustuvaa. Tämä on todettu Ison-Britannian osakemarkkinoiden uudistamisen yhteydessä seuraavasti:¹²⁹

Nor do we believe that it is necessarily true that the ability to price an investment fund on a daily basis necessarily gives either useful information to savers, or an assurance of fairness as between different savers. These things are likely to be true only if daily changing market prices are reflective of genuine changes in the fundamental value of the underlying assets. If fluctuations in reported prices are mostly the result of noise rather than shifts in fundamental value, frequent re-pricing creates inequity rather than fairness among beneficiaries... But the priority given to regular price information focuses attention on market fluctuations at the expense of fundamental value and creates biases in the investment decisions of both companies and savers.

Mitä yhtiön pitäisi sitten tehdä, jos se haluaisi tiedottaa liiketoiminnan kehityskohteistaan, mutta markkinat eivät pidä tällaista tietoa tärkeänä? Yhtiöt haluavat tiedottaa itselleen positiivisista asioista mahdollisimman paljon. Sijoittajia ei kuitenkaan kaikki yhtiön näkökulmasta olennainen tieto kiinnosta. Intian Pörssi SEBI on pohtinut asiaa seuraavasti: “SEBI is concerned about companies mostly preferring the media for making public some of their key business developments while the stock exchanges are intimated about these matters only later and, in some cases, not at all.” Paljon yhtiön näkökulmasta olennaista tietoa jää tiedottamatta, koska sillä ei ole hintavaikutusta.

Relevanssikriteeri on hyödytön esimerkiksi tilanteessa, jossa yhtiötä uhkaa oikeusriita, jonka se uskoo (ja jota sen neuvotaan) olevan perätön ja jonka yhtiön oletetaan voittavan. Uutinen ei välttämättä pidä sisällään kunnollista arviota siitä, kuinka hyvin yhtiö voi puolustautua tapauksessa. Tässä tapauksessa, sen sijaan että arvioisi markkinareaktiota, jonka uutinen oikeusriidasta aiheuttaa, yhtiö voi argumentoida, että huolellinen sijoittaja antaa suurta merkitystä yhtiön omalle arviolle. Ja ottaen huomioon tiedon siitä, miten hyvin yhtiö uskoo voivansa puolustautua, huolellinen sijoittaja ei käyttäisi tietoa sijoituspäätöksensä perusteena. Yhtiö siis arvioi oikeusriidan vaikutuksen omasta näkökulmastaan suhteessa itseensä, ei suhteessa markkinoihin.¹³⁰

¹²⁹ The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report, s. 75.

¹³⁰ Esimerkki on Englannin pörssin ohjeista “The disclosure rules - a practical guide for listed companies”, s. 6.

4 JATKUVAN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN RAJOITTAMINEN

4.1 Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta aiheutuva haitta

Tieto voi olla tiedonantovelvollisuusnormiston tavoitteiden kannalta haitallista. Tieto voi aiheuttaa olennaista haittaa yhtiölle tai sijoittajille. Yhtiölle olennaista haittaa aiheuttava tieto voi olla esimerkiksi yhtiön tulevaisuuden suunnitelmia koskevaa. Tai yhtiö on voinut luoda tiedon omaan käyttöönsä. Sijoittajan kannalta haitallinen tieto on harhaanjohtavaa tai niin osittaista, että se antaa virheellisen kuvan tiedotettavasta asiasta. Tieto voi olla epätasällista tai se voi olla salassapitonormiston suojaamaa. Pörssi-yhtiöiden tiedonantovelvollisuus voi joissakin tilanteissa väistyä suuremman oikeushyvänsuojelun tieltä.

Jos tiedon julkistaminen haittaisi olennaisesti yhtiötä, se voi pyytää Finanssivalvonnalta lupaa olla julkistamatta tietoa. Haitallisena tietona yhtiön kannalta voidaan pitää esimerkiksi sellaista tietoa, joka vaarantaisi yhtiön mahdollisuudet toteuttaa suunnitteleman yrityskauppa tai solmia tuotekehittelysopimus tai vahingoittaisi yhtiötä saattamalla sen kilpailijoiden tietoon kilpailun kannalta tärkeitä tulevaisuuden suunnitelmia. Sen sijaan pelkästään se seikka, että tieto on yhtiön kuvan kannalta kielteinen, ei oikeuta jättämään tietoa julkistamatta.¹³¹

Yhtiö voi ratkaista tiedonantovelvollisuuden ja salaisen yhtiöntiedon välisen jännitteen esimerkiksi julkistamalla tiedon muodoltaan, mutta jättämällä sisällön julkistamatta. Vaikka suunnitelman olemassaolo olisi julkistettukin, niin suunnitelman sisältö voi jäädä yhtiöntiedoksi. Yhtiö voi toimia samoin myös neuvottelutarjouksen kohdalla. Vaikka yhtiö tiedottaa tehdyn tai vastaanotetun neuvottelutarjouksen, niin sen sisältö voi jäädä ainakin osittain julkistamatta. Suunnitelman ja neuvottelutarjouksen sisältö voi tulla markkinoiden tietoon tämän jälkeen lehdistön kautta. Myöhemmin suunnitelman ja neuvottelutarjouksen sisältö voidaan arvioida osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavaksi ja joudutaan arvioimaan, pitäisikö tieto vielä julkistaa pörssitiedotteena vai onko se jo osakkeen hintaan absorboitunutta.

MAR 17 artiklan mukaiseen tiedonantovelvollisuusharkintaan ei ole vaikutusta sillä, millainen vaikutus tiedolla olisi yhtiön markkina-arvoon. Lainsäädäntö ei sisällä varsinaisia yhtiötä koskevan tiedon ilmaisukieltoja, mutta yhtiön johto ei saa luovuttaa tietoa, josta on olennaista haittaa yhtiölle. Tiedon tuottama haitta voi kohdistua suoraan yhtiön etuun tai merkittävä vahinkojen aiheutumista yhtiön liikekumppaneille, jolloin yhtiö voi joutua sopimusperusteiseen vahingonkorvausvastuuseen.¹³²

Jos tieto on toiselle yhtiölle olennaista haittaa tuottavaa, yhtiön tulee toimittaa tieto Finanssivalvonnalle, joka voi tarvittaessa edellyttää tiedon julkistamista. Se seikka, että tieto

¹³¹ HE 157/1988, s. 29.

¹³² *Varis* 2014, s. 13.

aiheuttaa toiselle yhtiölle olennaista haittaa ei automaattisesti estä asiasta tiedottamista, vaan tilanteet on harkittava tapauskohtaisesti.¹³³ Yhtiöt ovat usein verkottuneet keskenään. Tällöin yksittäinen tieto on useaan yhtiöön liittyvää. Tiedottamisesta voi aiheutua haittaa sopimuksen toiselle osapuolelle. Ratkaistaessa sitä, onko jollakin yhtiöistä velvollisuus julkaista tieto, kiinnitetään huomiota yhtiöiden yhteistoimintatapaan. Verkottuminen voi perustua omistusjärjestelyihin tai sopimukseen. Tiedonantovelvollisuuden toteutuminen on todennäköisempää silloin, kun verkottuminen perustuu omistusjärjestelyihin. Omistusjärjestelyt tuovat mukanaan määräysvallan tietoon. Tällöin tieto voidaan helpommin mieltää yhtiöntiedoksi, joka sen on julkaistava. Sopimussuhteessa yhtiöllä on myös huonommat mahdollisuudet arvioida tiedottamisesta aiheutuva liiketoiminnallinen haitta toiselle osapuolelle.¹³⁴

Tanskalainen Lau Hansen on todennut, että tiedottamistoiminta takaa, että markkinoilla kauppaa käyvät ovat asiaankuuluvasti informoidut siihen pisteeseen asti, jossa tiedottamista ei voida jatkaa vahingoittamatta yhtiön kilpailukykyä. Sitaatti on kokonaisuudessaan seuraava: “Disclosure will ensure that market participants are adequately informed and to the extent that disclosure cannot be made for reasons of competition and the information remains monopolistic”.¹³⁵ Lau Hansen jatkaa asian käsittelyä pohtimalla Markkinoiden väärinkäyttö direktiivin (MAD) vaikenemista pörssiyhtiöiden tarpeesta jättää joitakin asioita julkistamatta kilpailullisista syistä. Yhtiöiden oikeus toimia näin on vain oletettu:

When construing the disclosure obligation of Art 6 (1) MAD, it should be noted that it is silent on the need to allow the issuer to keep some information confidential for competition reasons; it is only presumed. If this limitation did not exist, an issuer would have to disclose confidential business knowledge, know-how and research results, which could seriously damage the issuer in the competition, especially with non-listed competitors that are not subject to similar disclosure. For example disclosure could prevent the granting of patents as an invention cannot be patented if previously made public.

Kun asiasta ei ole nimenomaista säännöstä, voi syntyä hankalia rajanvetotilanteita esimerkiksi luottamuksellisen yritystiedon, know-how’n ja tutkimustulosten julkistamisen yhteydessä. Tiedonantovelvollisuusnormisto voi vahingoittaa yhtiön kilpailuasemaa erityisesti listaamatomiin yrityksiin verrattuna. Lau Hansenin mukaan tiedonantovelvollisuus voi vesittää esimerkiksi mahdollisuuden patenttiin, koska keksintöä ei voida patentoida, jos se on aiemmin julkistettu.

Olennaista haittaa voi aiheutua yhtiön tuotteita koskevan tiedon antamisesta julkisuuteen. Yhtiölle voi myös aiheutua tiedon luovuttamisesta taloudellista tappiota tavalla tai toisella. Tieto voi olla salassapidettävä sopimuksen nojalla ja tiedon julkaiseminen voi aiheuttaa

¹³³ *Varis* 2014, s. 14.

¹³⁴ *Huovinen* 2004, s. 134.

¹³⁵ *Hansen* 2012, s. 4.

yhtiölle sopimusrikkomuksen. Pitkäaikaisissa sopimuksissa myös osapuolten välinen luottamus voi vaarantua. Olennainen haitta tulee arvioida tapauskohtaisesti, mutta haitan tulisi olla todellinen.

Ei ole välttämätöntä, että olennainen haitta tarkoittaisi nimenomaan taloudellista haittaa. Mahdolliset imagolliset haitat voivat olla yhtiön näkökulmasta olennaisia.¹³⁶ Lisäksi esimerkiksi hankintasopimusten tiedot ovat yrityssalaisuuksia. Yhtiölle mahdollisesti olennaista haittaa aiheuttavia asioita, jotka eivät ole julkisia ovat teknisten ratkaisujen ja uuden teknologian yksityiskohdat.

Esimerkki tiedosta, jota pörssiyhtiön ei tarvitse julkistaa markkinoille on yhtiöntieto. Yhtiöntiedolla tarkoitetaan laajasti kaikkea yhtiön liiketoiminnassaan keräämää tietoa, jota yhtiön johto käyttää päätöksenteossaan. Yhtiölle muodostuu paitsi raakatietoa (laskenta- ym. informaatiota mm. tuotannosta, markkinoista, asiakkaista, henkilöstöstä), myös näistä tiedoista jalostettua, tiivistettyä tietoa joka on muokattu yhtiön strategiaksi ja liiketoimintasuunnitelmaksi.¹³⁷ Johto julkistaa tiedostaan osan, osan se jättää hyödyttämään yhtiötä salaisena yritystietona.¹³⁸ Johto tekee päätöksen tiedonjulkaisemisesta sijoittajan puolesta. Johto voi tehdä päätöksensä sen perusteella kummassa tietoa on tehokkaammassa käytössä, yhtiössä vai markkinoilla. Koska yhtiölle olennaista haittaa tuottava tieto linkittyy osaksi yhtiöntiedon kokonaisuutta, vain hallitsemalla kokonaisuus on mahdollista arvioida, voisiko tietyn seikan julkistaminen vaikuttaa negatiivisesti yhtiön taloudelliseen asemaan.¹³⁹

Luottamuksellisesta yritystiedosta tiedottaminen aiheuttaa yhtiölle olennaista haittaa. Esimerkiksi yhtiön aloittaessa uuden pääoman keräämisen uusia investointeja tai yritysostoja varten yhtiön ei tarvitse tiedottaa syytä, miksi pääoman kerääminen aloitetaan. Pääoman kerääminen voi olla osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavaa, koska se tarkoittaa, että jatkossa pääomaa maksetaan yhtiöstä vähemmän ulos osinkoina. Luottamuksellista yritystietoa on myös asianomaista yhtiötä koskeva julkistamaton seikka yhtiön ulkopuolella, esimerkiksi tieto sen tärkeän liikekumppanin taloudellisista vaikeuksista. Tällöin luottamuksellisena yritystietona on pidettävä nimenomaan sanotun ulkopuolisen yrityksen suhdetta asianomaiseen pörssiyhtiöön ja suhteen vaikutusta tämän osakkeen hintaan.¹⁴⁰

Yhtiölle haitallista voi olla erilaisista sidosryhmäsopimuksista tiedottaminen. Tällaisia sidosryhmiä ovat esimerkiksi asiakkaat, henkilöstö ja alihankkijat. Pörssiyhtiöt yleensä tiedottavat suurimmista asiakkaistaan, mutta eivät henkilöstöstään tai alihankkijoistaan. Yksi esimerkki alihankkijoiden merkittävyydestä voisi olla autovalmistaja, joka tiedottaa, että sen

¹³⁶ *Varis* 2014, s. 13.

¹³⁷ *Huovinen* 2004, s. 121.

¹³⁸ *Huovinen* 2004, s. 275.

¹³⁹ *Varis* 2014, s. 13.

¹⁴⁰ HE 157/1988.

autojen tuotantonopeus on yhtä nopea kuin sen hitain alihankkija. Oletetaan, että yksi autonvalmistajaan liittyvistä suurimmista riskeistä on sen kyky tuottaa autoja tarvittavalla nopeudella. Alihankkijasopimusten julkistaminen antaisi sijoittajille mahdollisuuden arvioida alihankkijoiden mahdollisuutta onnistua tehtävässään. Alihankkijasopimukset ovat kuitenkin yrityssalaisuuksia ja niistä ei tarvitse tiedottaa. Lisäksi tuskin huolellinenkaan sijoittaja pystyisi arvioimaan, minkälaiset mahdollisuudet kullakin alihankkijalla on onnistua tehtävässään, vaikka alihankkijasopimukset julkistettaisiinkin. Alihankkijasopimuksista tiedottaminen voi lisätä tiedon sijaan vääринymmärrystä markkinoilla.

Markkinoiden kannalta haitallista tietoa voi olla yritysjärjestelyistä aiheutuvista synergiaeduista tiedottaminen. Synergiaetujen luotettava arvioiminen etukäteen on vaikeaa, mistä johtuen informaation luotettavuuden kannalta ja varovaisuus-periaate huomioon ottaen synergiaeduista tiedottaminen voisi antaa markkinoille harhaanjohtavan kuvan. Toisaalta ennakoitua synergiaedut ovat usein keskeinen vaikutin yritysjärjestelyyn ryhdyttäessä. Jos synergiaeduista ei tiedoteta, saattavat laskelmat muodostuvasta yrityskokonaisuudesta antaa todellista heikomman kuvan tulevasta suorituskyvystä. Synergiaeduista tiedottamisen kohdalla joudutaan päättämään, onko tiedon julkistamisesta markkinoille enemmän haittaa vai hyötyä.

Tiedon lisääminen tuo mukanaan myös epävarmuutta. Lisätieto ei välttämättä paranna markkinoiden kuvaa yhtiöstä. Yhtiön tiedottamistoiminnan kannalta tärkeintä on johdonmukaisuus ja suunnitelmallisuus. Tiedottamistoiminnan perusteena olevat kannattavuusluvut julkaistaan neljä kertaa vuodessa, joten niitä tukeva tiedottaminen voi irtauttaa yhtiöstä muodostettua kuvaa toteutuneista tililuvuista.

Kaiken tiedon julkistaminen ei olisi järkevää. Rajanveto siitä, mikä tieto kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin, pitää tehdä yksittäistapauksittain. Frank H. Easterbrook ja Daniel R. Fischel ovat kirjoituksessaan "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors" arvioineet, että kukaan ei voittaisi, jos esimerkiksi Chrysler julkaisisi yhtiöntietonsa aina jokaisen turvavyön ostohintaan saakka. Heidän arvionsa on seuraava: "No one would argue that investors would gain on net if Chrysler disclosed the contents of its corporate files, down to the purchase price of each conveyor belt and the details of its bargaining strategy for the next round of negotiations with employees."¹⁴¹

4.1.1 Totuudenvastainen ja harhaanjohtava tieto

Tieto voi aiheuttaa haittaa sijoittajille. Tieto voi antaa virheellisen tai harhaanjohtavan kuvan pörssi-yhtiön taloudellisista velvoitteista tai vastuista. Tiedottamistoiminnan ei tarvitse antaa

¹⁴¹ *Easterbrook – Fischel* 1984, s. 670.

täydellistä kuvaa yhtiöstä, mutta tiedot on annettava niin, että sijoittajan huomiota ei kiinnitetä yksipuolisesti yhteen ominaisuuteen tai ainoastaan joihinkin erityisiin ominaisuuksiin.¹⁴² Marja Luukkonen on määritellyt harhaanjohtavan tiedon ongelmaa sijoittajien näkökulmasta seuraavasti:¹⁴³

Harhaanjohtavaa voi olla määritelmänsä mukaisesti totuudenmukainenkin tieto, joka voi olla omiaan antamaan virheellisen kuvan puutteellisuutensa, esittämistapansa tai -muotonsa vuoksi. Sijoittajille haitallinen tiedonanto voi antaa harhaanjohtavan kuvan yhtiöön liittyvistä riskeistä. Esimerkiksi yrityskauppatilanteessa korostamalla kertaluonteisia eriä yhtiön johdon on mahdollista antaa harhaanjohtava kuva muodostuvan yrityskokonaisuuden tulevasta suorituskyvystä. Esittämistapaa ei voida pitää harhaanjohtavana, jos sijoittajalle selvitetään informaation laskentaperusteet riittävän selvästi. Tiedon harhaanjohtavuus voi ilmetä useilla eri tavoilla. Kysymys voi olla epäolennaisien seikkojen liiallisesta korostamisesta tai olennaisista seikoista vaikenemisestä esitellessä jotakin suunnitelmaa tai toimenpidettä. Harhaanjohtavuutta on myös markkinoiden johdattaminen muodostamaan väärä käsitys tietyn seikan merkityksestä. Harhaanjohtavuutta arvioitaessa voidaan kiinnittää huomiota siihen, onko sijoittajalle annettu esimerkiksi liikaa materiaalia.

Kun tiedon harhaanjohtavuutta tulkitaan kohderyhmän kannalta, tulee huomiota kiinnittää sijoittajien mahdollisuuteen ymmärtää saamansa tieto. Sääntelyn tarkoituksena ei kuitenkaan ole varmistaa, että kaikki sijoittajat ymmärtäisivät saamansa tiedon. Varsinkin sellaisten yhtiöiden osalta, jotka ovat pörssissä uusia ja toimivat vasta kehittyvällä toimialalla, sijoittaja ei välttämättä ymmärrä esimerkiksi yhtiöön liittyvää riskiä. Tiedonantomateriaalia voidaan antaa jopa satoja sivuja, ja sijoittajalle voi syntyä väärä kuva yhtiöstä. Jos sijoittajalle annetaan runsaasti kirjallista aineistoa, oikeakin tieto voi käydä harhaanjohtavaksi.

Oikeakin tieto voi muodostua markkinoilla totuudenvastaiseksi tai harhaanjohtavaksi. Totuudenvastainen tieto voi olla tietoa, jossa jokin asia on selostettu virheellisellä tai vääristävällä tavalla.¹⁴⁴ Yrityskauppatilanteessa tiedot voivat olla helposti sijoittajien saatavissa, jos ostokohteena on ollut melko itsenäistä toimintaa harjoittava yksikkö tai tytäryhtiö. Joskus tilanne saattaa kuitenkin olla esimerkiksi sellainen, että ostettavan liiketoiminnan luonne muuttuu olennaisesti hankinnassa syntyvien synergioiden tai muiden toimintamallien muutosten takia. Tällöin voi olla parempi sijoittajien harhaanjohtamisen välttämiseksi jättää tiedottamatta ostettavan yrityksen vaikutuksesta ostavan yhtiön liikutukseen.

Yhtiön tulee kumota totuudenvastainen ja harhaanjohtava tieto. Näiden ero on siinä, että totuudenvastaisen tiedon todenperäisyys voidaan tarkastaa. Harhaanjohtava tieto muodostaa tiedon merkityksestä virheellisen kuvan. Harhaanjohtava tieto on sellaista tietoa, joka on omiaan antamaan vastaanottajalle virheellisen käsityksen puutteellisuutensa, esittämistapansa tai -

¹⁴² *Seppänen* 2014, s. 78.

¹⁴³ *Luukkonen* 2016, s. 154.

¹⁴⁴ HE 157/1988, s. 25.

muotonsa vuoksi.¹⁴⁵ Myös tiedon moniselitteisyys voi olla harhaanjohtavaa, jos tieto voidaan tulkita monella eri tavalla ja yksikin tavoista on virheellinen.¹⁴⁶ Totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen arvopaperin ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeinotoiminnassa on kriminalisoitu rikoslain 51:5 §:ssä.

Yhtiön ei tarvitse tiedottaa sirpaletiedosta. Sirpaletieto, jota yhtiö ei esimerkiksi ole ehtinyt analysoida, voi olla haitallista sijoittajien kannalta. Sirpaletieto ei anna loogista kuvaa asiakokonaisuudesta. Tietoa voidaan joutua myöhemmin korjailemaan ja täydentämään. Sirpaletieto johtaa katkelmatyypiseen tiedottamiseen, joka on tavoiteltavan, prosessinomaisen tiedottamisen vastakohta.

Esimerkiksi tulevaisuudennäkymistä kerrottaessa on keskityttävä olennaisiin tietoihin. Ennusteiden yhteydessä tulee antaa tietoja, jotka auttavat sijoittajia ymmärtämään ennusteiden perusteet ja rajallisuuden. Ennusteista tulisi tiedottaa niin, että sijoittajat eivät antaisi yhtiön johdon näkemyksille aiheetonta painoarvoa.¹⁴⁷ Harhaanjohtavaa voi olla yksittäinen tieto, joka antaa väärän kuvan informaatiokokonaisuudesta. Kuten tilanteessa, jossa tiedotetaan yhtiön toiminnan kasvusta, ilman että samalla kerrotaan myös kasvun vaikutuksesta kannattavuuteen. Tällöin oikeakin tieto voi olla harhaanjohtavaa.

4.1.2 Pörssiyhtiön oikeus olla tiedottamatta tietyistä asioista

Tiedonantovelvollisuusnormistossa asetetut velvoitteet koskevat asioita, jotka on tarkoitettu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Muita tietoja yhtiöllä ei ole velvollisuus kommentoida, vaikka ne voisivat vaikuttaa olennaisesti osakkeen hintaan. Ongelmallista on, että MAR:ssa ei ole tarkasti eritelty, minkätyyppiset tiedot katsotaan sisäpiiritiedoksi. MAR:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta ei ole estettä sille, että yhtiö jättää tiedottamatta yhtiölle olennaista haittaa aiheuttavista tiedoista. Ne koskevat yhtiön käytännön liiketoimintaa ja yhtiön johtamista, tai ovat yhtiön omistamaa immateriaalista omaisuutta. Yhtiö voi järjestää käytännön liiketoimintansa ja yhtiön johtamisen markkinoista ja tiedonantovelvollisuudesta piittaamatta. Käytännön liiketoiminta ja yhtiön johtaminen ovat osa yhtiön liikesalaisuutta eikä ole tiedonantovelvollisuusnormiston tavoitteiden mukaista ulottaa tiedonantovelvollisuutta käytännön liiketoimintaa, johtamista ja immateriaalista omaisuutta koskeviin tietoihin.

Pörssiyhtiöllä on oikeus olla tiedottamatta tietyistä asioista. Pörssiyhtiön ei tarvitse tiedottaa esimerkiksi tiedoista, joilla olisi olennainen vaikutus yhtiön kilpailuasemaan. Samoin yhtiön ansaintalogiikan ja investointien tuottoasteen julkistaminen voi aiheuttaa yhtiölle olen-

¹⁴⁵ HE 32/2012, s. 98.

¹⁴⁶ Huovinen 2004, s. 224.

¹⁴⁷ Seppänen 2014, s. 84.

naista haittaa. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella annettavaa tietoa rajaavat myös yhtiön sopimusoikeudelliset velvoitteet. Tieto voi olla yhtiölle olennaista haittaa tuottava välillisesti siten, että se loukkaa ensisijaisesti yhtiön sopimuskumppanin, kuten velkojan etua.¹⁴⁸ Haitallisia tietoja ei ole lainsäädännössä erikseen määritelty.

Yhtiön päätösprosessissa informaatio muuttuu tiedoksi ja mahdollisesti edelleen varallisuusobjektiksi. Tämän vuoksi kaikki tiedonantovelvollisuus normiston alainen tieto ei ole julkista markkinatietoa, vaan osa on suojattua immateriaalista pääomaa. Tiedonantovelvollisuusnormiston ulkopuolelle jää varallisuus oikeudellinen tieto, jonka yhtiö on luonut omaan käyttöönsä, tai joka liittyy yhtiön sopimussuhteisiin ja yrityssalaisuuksiin. Tieto, jonka yhtiö on luonut omaan käyttöönsä, on tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta haasteellinen. Pörs-siyhtiöt eivät varmasti halua julkistaa omaan käyttöönsä luomaa tietoa. Jos yhtiön omaan käyttöön luomalla tiedolla on MAR 7 artiklan mukaisesti todennäköisesti huomattava vaikutus osakkeen hintaan, se tulisi julkistaa pörssitiedotteella. Näin voidaan päätellä siitä asiasta, että lainsäätäjät ei ole luonut tilanteeseen nimenomaista poikkeusta. Esimerkiksi yhtiön johdon seuraamia sisäisiä lukuja voidaan joskus julkistaa. Useimmiten yhtiön itsensä seuraamat tunnusluvut ovat täysin erit kuin ne tunnusluvut, jotka ilmoitetaan markkinoille.¹⁴⁹

Tiedonantovelvollisuuden alaan kuuluu ainoastaan tieto, jonka avulla kuvataan liiketoimen välittömiä vaikutuksia. Tiedotettavan tiedon pitää liittyä suoraan liiketapahtumaan, ja sen vuoksi jatkuva tiedonantovelvollisuus ei sovi esimerkiksi yrityskaupasta aiheutuvien synergiaetujen arvioimiseen. Vaatimuksella tiedon suorasta liittymisestä liiketapahtumaan halutaan estää tiedotettavissa laskelmissa sellaisten oikaisujen tekeminen, jotka ovat riippuvaisia varsinaisen liiketoimen toteuttamisen jälkeen suoritettavista jatkotoimenpiteistä, joilla ei ole suoraa kytkentää itse liiketapahtumaan. Tällaisessa tapauksessa asiasta tiedottaminen voisi olla haitallista sijoittajien kannalta.

Tiedonantovelvollisuuden sääntely on normatiivinen konstruktio ja muodostaa siten lainsäätäjän määräämän rajan tiedonantovelvollisuuden alaisen tiedon ja yhtiöntiedon välillä. Tiedotettavan tiedon ja salaisen yhtiötiedon välinen eturistiriita aiheuttaa sääntelyn tulkinnan osalta jännitteen, jossa joudutaan sovittamaan yhteen keskenään vastakkaisia intressejä.¹⁵⁰ Kun harkitaan tiedon julkistamista, voidaan arvioida samalla myös sitä, onko harkinnan alainen tieto osa suurempaa informaatiokokonaisuutta, jota muulta osin mahdollisesti ei ole julkistettu. Julkistettavan tiedon merkityksen arviointiin voivat merkittävästi vaikuttaa siihen liittyvät julkistamattomat tiedot.¹⁵¹

¹⁴⁸ *Varis* 2014, s. 16.

¹⁴⁹ *Huovinen* 2004, s. 304.

¹⁵⁰ *Knuts* 2011, s. 13.

¹⁵¹ *Annola* 2005, s. 224.

Esimerkiksi Finnair kertoo tiedonantopolitiikassaan, ettei kommentoi julkisuudessa luottamukselliseksi katsomiaan liiketoimintatietoja, joita ovat muun muassa

- a) yksittäisten tavarantoimittajien nimet
- b) yksittäisten asiakkaiden nimet
- c) hankinta-, myynti- ja yhteistyösopimusten yksityiskohdat.

Asiat, jotka Finnair listaa luottamuksellisiksi liiketoimintatiedoiksi ovat hyvin yksityiskohtaisina selvästi tiedonantovelvollisuuden ulkopuolella. Kyseessä on kuitenkin esimerkkilista ja tämän tutkimuksen kannalta olennaiseksi nousee se, mistä kaikesta yhtiö voi olla tiedottamatta, jos se katsoo tiedon luottamukselliseksi liiketoimintatiedoksi. Yhtiö ei voi välttää tiedonantovelvollisuutta kertomalla tiedonantopolitiikassaan, ettei tiedota joistain asioista.

Esitettyjen tietojen laajuutta, oikeellisuutta ja esitystapaa on arvioitava kokonaisuutena ja arviointi on suoritettava yksittäisen yhtiön edun näkökulmasta. Yksityiskohtainen tieto yhtiölle aiheutuvista investointikustannuksista voi joissakin tilanteissa olla salassa pidettävää tietoa. Investoinnit kuuluvat yleensä sisäpiiritietona MAR 17 artiklan mukaisen tiedonantovelvollisuuden piiriin, mutta jos investointilaskelmista voi nähdä yksityiskohtaista tietoa tuotteen koostumuksesta, investointilaskelman julkaiseminen voi aiheuttaa yhtiölle olennaista haittaa.

Suomen lainsäädännössä voitaisiin ottaa mallia Australian pörssin säännöistä. Sen mukaan tiedonantovelvollisuutta ei synny, jos tiedottaminen olisi vastoin lakia, informaatio koostuu olettamuksesta tai puutteellisesta tiedosta, tieto on luotu yhtiön sisäisiin tarkoituksiin tai informaatio on yrityssalaisuus. Koko Australian pörssin sääntöjen kohta on seuraava:

The exceptions under the ASX Listing Rule 3.1A provide that disclosure under the ASX Listing Rule 3.1 is not required where: (i) it would be a breach of law to disclose the information; (ii) the information concerns an incomplete proposal or negotiation; (iii) the information comprises matters of supposition or is insufficient to warrant disclosure; (iv) the information is generated for the internal management purposes of the Company; or (v) the information is a trade secret.

MAR:ssa ei ole otettu kantaa siihen, väistyykö tiedonantovelvollisuus, jos sen täyttäminen rikkooi muuta lakia. Koska asiasta ei ole nimenomaista säännöstä, voidaan olettaa, että tiedonantovelvollisuus ei väisty. Yhtiöllä on tiedonantovelvollisuus myös tilanteessa, jossa tiedottaminen rikkoo muuta lakia. Tällöin yhtiö joutuu päättämään, rikkooko tiedonantovelvollisuussäännöksiä vai muuta lainsäädäntöä. Australian sääntöjen olennaisin kohta on kohta 4 “the information is generated for the internal management purposes of the Company”. MAR:ssa ei ole otettu vastaavaa kantaa. Tieto, joka on tuotettu yhtiön sisäiseen käyttöön, on MAR:n mukaan tiedonantovelvollisuuden alaista, jos se täyttää MAR 7 artiklan kriteerit.

Valtionsalaisuuslainsäädäntö voi vaikeuttaa yhtiön pyrkimystä täyttää tiedonantovelvollisuutensa. Erityisesti Kiinassa toimivat yritykset ovat joutuneet olemaan tiedottamatta joista-

kin asioista, koska tiedot ovat olleet Kiinan valtiosalaisuuslainsäädännön alaisia. Tunnetuin tapaus on Ernst & Youngin ja Hong Kongin Pörssin välinen oikeusriita. Tapauksessa Hong Kongin Pörssi vaati Ernst & Youngilta nähtäväksi tilintarkastusasiakirjoja. Ernst & Young ei suostunut tähän, koska katsoi ettei sillä ollut pääsyä asiakirjoihin, koska ne olivat Kiinan valtiosalaisuus lainsäädännön alaisia. Ernst & Young oli ulkoistanut tilintarkastus toiminnan Kiinassa toimivalle Hua Ming- nimiselle yhtiölle.

Hong Kongin pörssi (the Securities and Futures Commission, SFC) nosti kanteen Ernst & Youngia vastaan sillä perusteella, että Ernst & Youngilla oli hallussaan asiakirjat. SFC:n mukaan Ernst & Young ei ollut esittänyt mitään syytä, miksei se voisi noudattaa tiedonantovelvollisuuksiaan. SFC:n mukaan Ernst & Youngin on täytynyt tietää syyt, miksi se oli eronnut tilintarkastajan paikalta ja yksityiskohdat epäjohtomukaisuudesta Standard Waterin asiakirjoissa. Ernst & Young ei kiistänyt tiedonantovelvollisuus säännöksiä, mutta väitti, että syyt sen irtisanoutumiseen olivat hyvin vahvasti sidottu asiakirjoihin ja ettei sillä ollut asiakirjoja hallussaan. Ilman asiakirjoja oli epärealistista odottaa Ernst & Youngin kykenevän esittämään tarkasti ja kokonaisvaltaisesti mitä oli tapahtunut. Ernst & Youngin mukaan pyydetty asiakirjat olivat Hua Mingin hallussa Pekingissä, eikä Ernst & Youngilla ollut pääsyä niihin. Ernst & Youngin mukaan kaikki paikan päällä Kiinassa tapahtuva tilintarkastustoiminta oli tapahtunut Hua Mingin toimesta. Asiakirjat kuuluivat näin Hua Mingille ja Ernst & Youngilla ei ollut oikeutta niihin.

Ernst & Youngin mukaan Kiinan lainsäädäntö rajoitti tilintarkastusasiakirjojen vientiä ulkomaille ja oikea kanava pyytää asiakirjoja olisi Kiinan pörssi (China Securities Regulatory Commission, CSRC). SFC:n ja CSRC:n pitäisi Ernst & Youngin mukaan hoitaa asiakirjojen siirto niiden keskinäisten yhteistyömekanismien kautta. Oikeus katsoi tehtäväkseen selvittää, olivatko asiakirjat Ernst & Youngin hallussa ja jos olivat, oliko Ernst & Youngilla riittävä syy olla toimittamatta asiakirjoja SFC:lle. Oikeus katsoi näytetyksi, että Kiinan lainsäädännön mukaan Ernst & Youngin ja Hua Mingin välinen suhde oli päämies-agentti suhde. Täten Ernst & Youngilla oli pääsy kaikkiin Hua Mingin hallussa olleisiin asiakirjoihin, vaikka Hua Ming oli laatinut ne. Lisäksi oikeus katsoi, että Ernst & Youngilla oli toimeenpanokelpoinen oikeus vaatia asiakirjat itselleen Hua Mingiltä.

Oikeus katsoi, ettei ollut olemassa kattavaa kieltoa, joka olisi estänyt viemästä tilintarkastus asiakirjoja Kiinasta ulkomaalaisille arvopaperimarkkina viranomaisille. Ernst & Youngin väitteen siitä, että asiakirjat pitäisivät sisällään valtiosalaisuuksia tai yritysalaisuuksia, oikeus katsoi hämähäiseksi. Oikeuden mukaan ratkaistaessa, onko asiakirja valtiosalaisuus lainsäädännön alainen, ratkaisu tehdään tapauskohtaisesti tulkiten asiakirjan sisältämää tietoa. Jotta Ernst & Young olisi voinut vedota Kiinan valtiosalaisuus lainsäädäntöön, sen olisi pi-

tänyt kyetä toimittamaan asiakirjat oikeudelle Hong Kongiin. Näkemättä asiakirjoja oikeus ei kyennyt tekemään arviota asiakirjojen sisältämistä tiedoista.

Oikeus tuli siihen johtopäätökseen, että Ernst & Young oli tietoisesti pidättänyt sen tiedossa olevaa tietoa Hong Kongin pörssiltä. Oikeus piti epätodennäköisenä, ettei Ernst & Youngilla Standard Water Limitedin pääkirjanpitäjänä ollut pyydettyjä asiakirjoja Standard Waterista arkistoissaan. Oikeus määräsi Ernst & Youngin täyttämään tiedonantovelvollisuutensa 28 päivän kuluessa ja maksamaan SFC:n oikeudenkäyntikulut. Oikeus korosti, että sen päätös koski ainoastaan Ernst & Youngin velvollisuutta täyttää velvoitteensa Hong Kongin lainsäädännön mukaan. Oikeus ei asettanut Hua Mingille minkäänlaisia velvoitteita, koska katsoi, ettei Hong Kongin lainsäädäntö mahdollista ulkomaalaisten yhtiöiden velvoittamista toimittamaan asiakirjoja Hong Kongiin. Molempien osapuolten (Ernst & Young ja Hong Kongin Pörssi, SFC) argumentit sekä oikeuden ratkaisu ovat tämän tutkielman liitteenä numero 1.

4.2 Kovenanteista tiedottaminen

Lainanantaja ja sijoittaja voivat esittää pörssiyhtiölle sopimusehtoja, kuten muillekin yhtiöille. Näitä sopimusehtoja kutsutaan kovenanteiksi. Kovenantit eivät saa asettaa pörssisijoittajia eriarvoiseen asemaan. Jos tiedot, jotka kovenantin asettaja saa ovat sisäpiiritietoa, ne estävät kovenantin asettajaa käymästä kauppaa osakkeilla pörssissä.

Tiedot kovenanteista voivat kuulua jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin. Erityisesti kovenantit, joissa päätetään määräysvaltaan oikeuttavista asioista ja tietojen luovuttamisesta, voivat olla MAR 7 artiklan mukaista sisäpiiritietoa. Tiedonantovelvollisuusnormisto edellyttää yhtiöiltä liiketoiminta-, rahoitus- ja varallisuustietoja. Yhtiöllä voi olla muita tahoja kohtaan suurempia tiedonantovelvollisuuksia sopimusten tai kovenanttien nojalla.

Kovenanteista, sekä muista yhtiön antamista sitoumuksista liittyen rahoitukseen, on julkistettava ne, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa osakkeen hintaan. Esimerkiksi osakassopimuksista yhtiöllä ei välttämättä ole tietoa. Yhtiön itsensä antamista sitoumuksista, kuten kovenanteista sillä on. Tosiasialliseen määräysvaltaan liittyvistä kovenanteista yhtiön on tiedotettava MAR 17 artiklan mukaisesti välittömästi tiedon tultua yhtiön johdon tietoon.

Olli Välimäki määrittelee kovenantin seuraavasti:

Velkojan ja velallisen välinen yksilöllinen rahoitussopimus on sellaisia sopimusehtoja eli kovenantteja sisältävä liikesopimus, joilla rahoittaja pyrkii hallitsemaan luotto-, tuot-

to- ja informaatoriskejään ja jolla osapuolet sopivat sopimussuhteensa ehdoista ja yhteistyönsä pelisäännöistä.¹⁵²

Lainasopimukseen sisältyvän kovenanttiehdon rikkoutumista koskeva tieto voi olla osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttava ja kuulua siten tiedonantovelvollisuuden piiriin.¹⁵³ Yksilöllisen rahoitussopimuksen, eli kovenantisopimuksen, yksi tärkeimmistä funktioista on mahdollistaa ja varmistaa informaation välittäminen ja määrittää toimivat informaatiomekanismit. Informaatiokovenanteilla voidaan lisätä sopimusosapuolten välistä relevanttia informaatiota.¹⁵⁴ Asymmetrisen informaation ongelmaa ei kuitenkaan kokonaan saada poistettua, koska pörssiyrityksen ominaisuuksia ei ole mahdollista selvittää tyhjentävästi ja täydellisesti.

Listayhtiöiden rahoitussopimuksissa on pääsääntöisesti useampia erityyppisiä kovenanteja, kuten informaatiota, yritysjärjestelyjä, omaisuuden luovutuksia, vakuutuksia, vakavaraisuutta, nettovelkaantumisasetta ja luottoluokitusta koskevia ehtoja tai muita vastaavia ehtoja, joiden rikkoutuessa lainanantaja voi irtisanoa rahoituksen tai tehdä vaatimuksen lainan ehtojen uudelleen neuvottelemisesta. Pörssin sääntöjen mukaan tällaisen ehdon rikkoutuminen voi olla sisäpiiritietoa ja siten kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin.¹⁵⁵

Kovenanteista tiedotetaan yleensä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden puitteissa muun taloudellisen informaation yhteydessä. Olennaisesti osakkeen hintaan vaikuttavien kovenanttien rikkoutumisesta taas tulee tiedottaa MAR 17 artiklan mukaisesti välittömästi pörssitiedotteella. Pörssiyrityksillä olevista kovenanteista ei saa kovin kattavaa kuvaa pörssitiedotuksen perusteella. Esimerkiksi Rapala kertoo vuoden 2016 vuosikertomuksessa, että “konsernin korkeamman nettovelan ja raportoidun käyttökatteen suhteen vuoksi konserni on sopinut rahoittajapankkien kanssa tähän liittyen korkeamman kovenanttitason vuoden 2016 viimeiselle vuosineljännekselle”. Tästä voi päätellä, että nettovelka suhteessa raportoituun käyttökatteeseen on noussut ja Rapala on lisännyt kovenanttiperusteista rahoitustaan. Millä ehdoilla rahoitusta annetaan ja minkälaisia kovenanteja rahoitukseen kuuluu, ei kerrota.

Rapalan finanssikovenanttina on ilmoitetun tiedon perusteella velkaantumista kuvaavaa net debt/EBITDA -kovenantti. Tieto sen rikkoontumisesta on useimmiten sijoittajien kannalta olennainen varsinkin, jos rikkomisen seurauksena on olemassa tosiasiallinen riski siitä, että kovenantin rikkomisen johtaa yhtiön rahoitusasemansa olennaiseen heikkenemiseen lainan irtisanomisen tai ehtojen uudelleen neuvottelun vuoksi, taikka jos yhtiön kykyyn säilyttää rahoitusasemansa kohdistuu merkittävää epävarmuutta. Vastaavalla tavalla tiedonantovelvollis-

¹⁵² *Välimäki* 2014, s. 84.

¹⁵³ *Dittmar & Indrenius* 2014, s. 57.

¹⁵⁴ *Välimäki* 2014, s. 108.

¹⁵⁵ *Dittmar & Indrenius* 2017, s. 103.

suuskynnys yleensä ylittyy myös vakavaraisuutta kuvaavan equity ratio -kovenantin rikkoutuessa.¹⁵⁶

Yhtiöt voivat julkistaa taloudelliset tavoitteensa, esimerkiksi nettovelkaantumistasteen ja korollisen nettovelan suhteen EBITDA:an. Rapala-konserni on todennut konsernin strategisen tavoitteen olevan kannattava kasvu. Konsernin tavoitteista pääomarakenteen hallinnassa yhtiö toteaa seuraavaa:

Konsernin tavoitteena pääomarakenteen hallinnassa on varmistaa tehokas pääomarakente, joka tukee konsernin liiketoimintaa ja maksimoi osakkeenomistajien sijoituksen arvoa. Pääomarakenteen hallintaa varten konsernin tavoitteena on pitää:

- Velkaantumistas (netto) alle 150 %:ssa ja
- korollisen nettovelan suhde EBITDA:an (rullaava 12 kuukautta) alle 3,8.

Rapala toteaa, että tavoitteet ovat linjassa konsernin rahoituspaketin taloudellisten kovenanttien kanssa. Näin kovenantit voivat joissain tapauksissa aiheuttaa yhtiöille tiedonantovelvollisuuksia.

MAR:ssa tai Pörssin säännöissä ei ole säännelty sitä, milloin kovenanteista tulee tiedottaa. Dittmar & Indreniuksen esimerkillisessä verkkoaineistossa “Pörssitiedottaminen” ongelmaa on käsitelty seuraavasti:

Koska kaikissa tapauksissa kovenantin rikkoutuminen ei käytännössä johda tilanteeseen, jossa kovenantin rikkoutumisen seurauksena yhtiön yksi tai useampi rahoitusso-pimus irtisanottaisiin, ehtoja neuvoteltaisiin uudelleen tai lainoja vaadittaisiin ennenai-kaisesti takaisin maksettaviksi, kovenantin rikkoutuminen ei tarkoita automaattisesti sitä, että yhtiölle syntyy tiedonantovelvollisuus, vaan tilannetta tulee arvioida tapauskoh-taisesti. Jos laina jonka kovenanttia rikotaan, ei ole määrältään yhtiön rahoitusaseman kannalta merkittävä, yhtiölle ei synny tilanteessa tiedonantovelvollisuutta.¹⁵⁷

Finanssikovenantin rikkoutuessa tulee arvioida sitä, aiheuttaisiko lainan eräännyttäminen merkittävää heikkenemistä yhtiön rahoitusasemassa.

Kovenattisuhde voi olla asiakas-, operatiivinen-, taktinen- tai strateginensuhde. Rahoit-tajan kannalta luottoriskin lisääntyminen tarkoittaa tarvetta pyrkiä hallitsemaan riskiä ja hal-linnan välineinä toimivat relevantit kovenantit.¹⁵⁸ On selvää, että strategisen suhteen tilantees-sa, kun lähestytään saman omistuksen ja päätöksenteon alle integroituneita yrityksiä, tietojen-vaihto on niin tiivistä, että yhtiöt ovat toisiinsa nähden sisäpiiriläisiä ja tieto kumppanuudesta on sisäpiiritietoa. Tällöin yhtiölle syntyy yleensä myös velvollisuus tiedottaa kumppanuudesta pörssitiedotteella. Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan sisäpiiritiedon julkista-mista MAR 17 artiklan mukaisesti.

¹⁵⁶ Dittmar & Indrenius 2017, s. 103.

¹⁵⁷ Dittmar & Indrenius 2017, s. 103.

¹⁵⁸ Välimäki 2014, s. 189.

Kovenanttien asettajina toimivat yleensä pankit. Pankeilla on luotonantoyksikköjen lisäksi myös sijoitusyksiköt, jotka sijoittavat pankin asiakkaiden rahoja. Pankeilla on omat tietomuurinsa sijoitusyksiköiden ja luotonantoyksiköiden välillä. Muurien tarkoituksena on pitää yksiköt tiedonvaihdon osalta erillään. Muutoin pankki ei saisi sijoittaa asiakkaidensa rahoja yhtiöihin, joista sillä on sisäpiiri-informaatiota. Mahdollista olisi myös noudattaa periaatetta, jossa kovenantin asettavan pankin tai sijoittajan tulisi pidättäytyä kaupankäynnistä yhtiön osakkeilla. Käytännössä tällainen periaate vähentäisi kovenanttien käyttöä pörssiyhtiöissä.

Suomessa sijoituspalveluyrityksen sisäiset palomuurit ovat osoittautuneet tehokkaiksi. Muuta kuin olennaista julkistamatonta informaatiota kovenanttien haltijat voivat saada. Yrityksen liiketoiminnan näkymien syvälinenkin selvittäminen on katsottu muuksi kuin olennaiseksi tiedoksi. On kuitenkin otettava huomioon, että informaatiota arvioidaan kokonaisuutena. Seikat, jotka eivät yksittäisinä olisi sisäpiiritietoa, voivat kuitenkin yhdessä saada aikaan huomattavan vaikutuksen osakkeen hintaan.¹⁵⁹

Kovenantin tarkoitus on antaa sijoittajalle riittävät tiedot, jotta hän voi valvoa, ettei sijoitusta käytetä väärin. Kovenantin asettaja voi saada antamastaan sijoituksesta takaisin luototyypillisesti oman sijoituksensa korkoineen tai se voi saada sijoituksensa vastineeksi yhtiön osakkeita. Kovenanttien haltijat ovat vastaavan tyyppinen ryhmä kuin määräysvalta-asemassa olevat osakkeenomistajat. Niillä on itsestään selvä informaatioylikvoima muihin sijoittajiin nähden. Muiden sijoittajien voidaan katsoa hyväksyneen tämän, kun he ovat ostaneet osakkeita. Kyse on kovenanttien tapauksessa osittain siitä, mihin asetetaan laittoman hyötymisen raja. Määräysvaltaomistajien ja kovenantin haltijoiden roolien mukaista ei ole, että heidät katsotaan sisäpiiriläisiksi. Heidän roolinsa markkinoilla on toinen, kuin mitä varten sisäpiirisäännökset ja tiedonantovelvollisuus on asetettu.

4.3 Yrityssalaisuus ja tiedonantovelvollisuus

4.3.1 Yrityssalaisuuden määritelmä

Kuten edellä on todettu, yrityssalaisuudet eivät yleensä kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin. Mikä sitten on yrityssalaisuus ratkaistaan yksittäistapauksittain, vielä ei ole Suomessa esiintynyt tilannetta jossa yhtiö olisi perustellut tiedottamatta jättämistä tiedon yrityssalaisuuden luonteisuudella. Yrityssalaisuuden ja tiedonantovelvollisuuden välinen jännite on perusoikeuksien välistä punnintaa.¹⁶⁰ Perusoikeuksien välisten horisontaalisten oikeussuhteiden punninta jätetään lainsäädännön tehtäväksi, koska tässä tapauksessa osapuolet eivät voi niistä

¹⁵⁹ HE 1998/254.

¹⁶⁰ *Länsineva* 2012, s. 136.

sopia. Lainsäädännön tasolla tulee tehdä perusratkaisut siitä, minkälaiset ovat tiedon tuottajien ja käyttäjien oikeudet ja velvollisuudet.¹⁶¹

Tiedonantovelvollisuuslainsäädännön tarkoitus on pörssikurssin oikea määrittäminen. Tiedonantovelvollisuuden alaista on tieto, jolla on merkitystä yhtiön tuloksetekokykyyn, eli tuottoarvoon. Jos tiedolla on merkitystä yhtiön liiketoimintaedellytyksiin, mutta ei tuloksetekokykyyn, tieto ei ole tiedonantovelvollisuuden alaista. Tällaista tietoa ovat esimerkiksi yrityssalaisuudet. Yrityssalaisuudet eivät voi olla tiedonantovelvollisuuden alaisia, vaikka niillä olisi vaikutusta myös yhtiön tuloksetekokykyyn.

Yrityssalaisuuden perustana on lain sopimattomasta menettelystä elinkeinotoiminnassa (SopMenL) 4 §, jonka 1 momentin mukaan kukaan ei saa oikeudettomasti hankkia tai yrittää hankkia tietoa yrityssalaisuudesta eikä käyttää tai ilmaista näin hankkimaansa tietoa. Kyseisessä pykälässä suojataan nimenomaan yrityssalaisuuksia sekä teknisiä esikuvia ja ohjeita.¹⁶² Laissa ei ole määritelty liike- ja ammattisalaisuuden sisältöä. Hallituksen esityksessä on määrätty, että liike- ja ammattisalaisuudella tarkoitetaan sellaista asiaa, jonka työnantaja pitää salassa ja jonka ilmaiseminen olisi omiaan aiheuttamaan taloudellista vahinkoa joko työnantajalle tai toiselle elinkeinonharjoittajalle, joka on uskonut tiedon hänelle. Yrityssalaisuudella tulee olla objektiivisesti arvioiden merkitystä työnantajalle.¹⁶³

SopMenL:n esitöiden mukaan tunnusomaista yrityssalaisuudelle on, että sillä tarkoitetaan seikkaa, jonka salassa pitämisellä on merkitystä sen yrityksen elinkeinotoiminnalle, jonka hallussa yrityssalaisuus on. Yrityssalaisuudella tarkoitetaan sekä taloudellisia salaisuuksia, joita ovat esimerkiksi yrityksen organisaatiota, sopimuksia, markkinointia tai hintapolitiikkaa koskevat tiedot, että teknisiä liikesalaisuuksia, jotka voivat koskea muun muassa tuotteen rakennetta ja materiaaliyhdisteitä. Yrityssalaisuuksia voivat olla esimerkiksi koneen piirustukset sekä vain kyseisen yhtiön käytössä oleva koneille tai muille vastaaville laitteille tarkoitettu ominainen erityinen ratkaisu, toimintaperiaate tai -ohje.¹⁶⁴ Yrityssalaisuudella on kilpailuetua tuottavaa taloudellista merkitystä elinkeinotoimintaa harjoitettaessa.

Yrityssalaisuuksia voivat olla muun muassa taloudelliset tai tekniset tiedot tai tiedot työmenetelmistä, tietokoneohjelmista, tuotantomääristä, kaavoista, asiakasrekistereistä ja työmenetelmistä.¹⁶⁵ Salassa pidettävät tiedot ovat siten erilaisia kaupallis-taloudellisia ja teknisiä tietoja mukaan lukien yrityskokemukset, esimerkiksi koneen toiminnalle sopiva lämpötila ja käyntirytmi sekä asennus- ja pintakäsittelyohjeet.¹⁶⁶ Yrityssalaisuuden suojaaminen voi

¹⁶¹ Huovinen 2004, s. 385.

¹⁶² Koskinen 2002, s. 4.

¹⁶³ HE 157/2000.

¹⁶⁴ HE 114/1978.

¹⁶⁵ HE 157/2000.

¹⁶⁶ Koskinen 2002, s. 6.

tulla kyseeseen esimerkiksi yhtiön kertoessa tulevaisuuden näkymiään. Kirjanpitolautakunnan mukaan tulevaisuuden odotustensa hyvin yksityiskohtainen julkistaminen toimintakertomuksessa ei välttämättä ole perusteltua yrityssalaisuuksien varjelemisen kannalta.¹⁶⁷

Yrityssalaisuuden yksi keskeinen tunnusmerkki on se, että kyseinen asia ei ilmene suoraan itse salaisuuden kohteesta, tai ole kenen tahansa saatavissa. Yrityssalaisuutta ei siis voi havainnoida tai takaisinmallintaa myytävästä tuotteesta. Jos tiedon tai ominaisuuden voi takaisinmallintaa valmiista tuotteesta, se ei ole yrityssalaisuus. Yleisesti tunnetut taikka yleiseen ammattitaitoon perustuvat asiat eivät ole yrityssalaisuuksia. Tiedosta voi tulla yrityssalaisuus myös sopimuksen myötä.

Salassapidolla on yritystoiminnassa suuri merkitys. Pörssiyhtiön kannalta on tärkeää, etteivät yrityksen liiketoimintasuunnitelmat ja vastaavat asiakirjat tule ulkopuolisten tietoon. Salassapidettavia ovat myös yrityksen taloudelliseen tilaan liittyvät asiakirjat sekä yrityksen tuotteita kuvaavat tekniset asiakirjat.¹⁶⁸ Yrityssalaisuutta tai siihen verrattavaa luottamuksellista tietoa ei tarvitse julkistaa kuin siihen saakka, että sijoittajalla on edellytys arvioida tiedon vaikutus osakkeen hintaan.¹⁶⁹ Yhtiön tulee kuitenkin dokumentoida päätöksensä olla julkistamatta tällaista seikkaa, jotta valvova viranomainen voi tutkia yhtiön toiminnan. Valvova viranomainen on tässä tapauksessa Finanssivalvonta. Yhtiön tulee siis dokumentoida se, milloin yhtiö on jättänyt luottamuksellista tietoa julkistamatta ja viranomaisella on mahdollisuus valvoa, onko päätös ollut oikeutettu.

Talousrikostyöryhmä on esittänyt, että tallennetut tiedot olisivat yleensä yrityssalaisuuksia ja että omaan ammattitaitoon kuuluvista ja siten yrityssalaisuuksien ulkopuolelle jäävistä tiedoista olisi kyse lähinnä vain silloin, kun tieto kulkee työntekijän muistissa. Työryhmä ei ole kuitenkaan tarkoittanut, että tallentamattomat tiedot eivät voisi olla yrityssalaisuuksia tai että jokseenkin kaikki työntekijän muistissa kulkeva jäisi yrityssalaisuus-käsitteen ulkopuolelle. Jotkut tiedot ovat helposti muistiin tarttuvia, mutta tämä seikka ei sinänsä riitä estämään niitä olemasta yrityssalaisuuksia.¹⁷⁰

Yrityssalaisuus suojaa yritykselle tärkeää tarkkaa tietoa, kuten tuotantomenetelmiä ja tuotteista saatavia katteita. Niistä ei markkinoilla ole tietoa, eivätkä markkinat ole kiinnostuneista näistä tiedoista, koska ne eivät suoranaisesti vaikuta osakkeen hintaan. Sisäpiiritieto suojaa koko yhtiön liiketoimintaedellytyksiin liittyviä tietoja. Sisäpiiritiedon ja yrityssalaisuuden alueeseen kuuluvat tiedot eivät näin kohtaa, koska niiden intressipiirit ovat erilaiset.

¹⁶⁷ Kirjanpitolautakunnan yleisohje 9/2006, s. 9.

¹⁶⁸ Vuorijoki 2007, s. 96.

¹⁶⁹ Huovinen 2004, s. 189.

¹⁷⁰ Ehdotus rikoslain talousrikossäännösten tarkistamiseksi. Työryhmän mietintö. Helsinki 2000, s. 15.

Yrityssalaisuus suojaa tarkempaa ja pysyvämpää tietoa ja sisäpiiritieto yleisempää ja usein vain lyhyen ajan relevanttina pysyvää tietoa. Niitä ei oikeastaan voi loukata samalla teolla tai ajaa samalla kanteella, koska suojausperuste on erilainen. Sisäpiiritieto takaa sijoittajan suojaa, se pyrkii takaamaan, että sijoittajan ostama osake on sen arvoinen kuin sen annettujen tietojen mukaan tulee olla. Sijoittajansuoja pyrkii takaamaan, että sijoittajalta ei pimitetä hänen ostamaansa osakkeeseen liittyviä tietoja. Suojaus kohdistuu toisiin sijoittajiin ja heillä oleviin tietoihin.

Yrityssalaisuus suojaa yrityksen sijoituksia toiminnan kehitykseen. Lisäksi yrityssalaisuus suojaa yrityksen oikeutta sen omiin tietoihin. Yrityssalaisuuksilla on vaikutus yhtiön osakkeen hintaan, vaikka yrityssalaisuudet eivät ole yleisessä tiedossa. Osakkeen arvonmäärittämiseen näkökulmasta yrityssalaisuudet samaistuvat sisäpiiritietoon. Osakkeen kaupankäyntihintaan ovat vaikuttaneet osalla sijoittajista tiedossa oleva sisäpiiritieto ja yrityssalaisuudet. Ne voivat olla asiantuntijapiirien yleisessä tiedossa ja salaiset tiedot on voitu laskea pörssiyrityksen osakkeen hintaan, vaikka sijoittaja ei sitä tiedäkään.

4.3.2 Tiedonantovelvollisuuden ja yrityssalaisuuden välinen jännite

Yrityssalaisuus suojaa yhtiön omistusoikeutta. Omistusoikeus ei voi olla yrityssalaisuuden osalta jaettu, mutta yritykselle voi syntyä velvollisuus tiedottaa yrityssalaisuudestaan. Tiedottamisen tulee olla samansuuntaista kuin yhtiön johdolla oleva tieto, ja tiedottaa tulee sen verran, että voidaan arvioida tiedon vaikutus osakkeen hintaan.

Yhtiön tiedonantovelvollisuuden ja yrityssalaisuuden suojaamisen välillä on intressien ristiriita. Helsingin Pörssin sääntöjen mukaan päätöstä ja muuta seikkaa tai olosuhdetta koskevan julkistetun tiedon on oltava riittävän kattava siten, että julkistetun tiedon perusteella voidaan arvioida sen vaikutus yhtiöön, sen tulokseen ja taloudelliseen asemaan tai sen arvopaperin arvoon.¹⁷¹ Tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi riittää, että markkinoille annetaan oikea kokonaiskuva. Yhtiö voi jättää tiedottamatta kaikkein arkaluonteisimmista seikoista, kuten yrityssalaisuuksista. Yhtiö kantaa tällöin itse riskin siitä, että se jättää tiedottamatta tiettyistä asioista. Yhtiö joutuu siis tekemään intressipunnintaa salaisen yritystietonsa ja tiedottamatta jättämisestä aiheutuvien mahdollisten seurausten välillä.¹⁷²

Informaatio arvopaperimarkkinaoikeudellisena varallisuutena antaa oikeuksia yhtiön lisäksi myös sijoittajille. Yhtiö ei voi pidättää kaikkea olennaista tietoa itsellään, jos se varainhankinnassaan on kääntynyt suuren yleisön puoleen. Yhtiön on tiedotettava, jotta varmistettaisiin kaikille samanaikaisesti riittävät ja oikeat tiedot, jotta varat kohdistuisivat yhteiskunnan

¹⁷¹ Helsingin pörssin säännöt, kohta 3.1.2.

¹⁷² Huovinen 2004, s. 77, 184–185.

kannalta tehokkaisiin yhtiöihin, sekä jotta virheellisten tietojen leviäminen markkinoilla estetäisiin. Lisäksi on varmistettava, ettei sijoittajille aiheudu tiedon hankkimisesta kohtuuttomia kustannuksia. Arvopaperimarkkinoilla yhtiön ja sijoittajan oikeudet samaan tietoon näyttävät ensi näkemältä ristiriitaisilta. Kyse on kuitenkin jatkuvasta tasapainon hakemisesta tiedonantovelvollisuuden alaisen tiedon ja salaisen yhtiöntiedon välillä. Yhtiö julkistaa omistamastaan tietovarallisuudesta itse olennaiseksi katsomansa osan, jotta sijoittajalla olisi riittävä mahdollisuus muodostaa käsitys osakkeen hinnasta. Tämän tiedon on julkistetulta osaltaan oltava aina yhdensuuntaista yhtiön toiminnan kanssa.

Yhtiöllä on tieto koko tilanteestaan, mutta yhtiö voi sitoa tiedottamisensa johdonmukaisuuden vuoksi tiettyihin mittareihin. Yhtiö ei välttämättä tee kokonaisarviota tilanteestaan. Yhtiöllä on eniten tietoa toiminnastaan ja siksi esimerkiksi sen julkaisemiin tulevaisuuden näkymiin suhtaudutaan suurimmalla vakavuudella. Sijoittajien odotuksiin vaikuttavat myös makrotalousluvut. Yhtiössä on paljon olennaista tietoa, jota ei ole markkinoilla, ja markkinoiden käsitys yhtiön tilanteesta voi olla virheellinen. Esimerkiksi se, että yhtiö on tiedottanut hyvästä tilauskannasta ei välttämättä tiedä hyvää tuottoa, koska tilausten kannattavuus voi olla huono. Yhtiön tuotantokustannukset ovat voineet nousta niin paljon, että kannattavuus laskee.

Sisäinen ja ulkoinen raportointijärjestelmä on pörssiyhtiön yrityssalaisuus. Yrityksen ei tarvitse kertoa, mitä mittareita se seuraa verratessaan odotettua ja toteutuvaa kehitystä. Odotettavassa kehityksessä tapahtuvat muutokset tulevat markkinoiden tietoon yhtiön muuttaessa tulevaisuudennäkymiään. Yhtiön tulevaisuudennäkymät voivat olla hyvin erilaiset riippuen siitä, mitä mittareita käytetään. Osakkeen hinta määräytyy sen mukaan, mitä yhtiö odottaa tulevaisuudelta, vaikka sijoittajilla voisi olla erilainen käsitys yhtiön tulevaisuudesta.

Yrityssalaisuuden suhde tiedonantovelvollisuuteen voidaan nähdä myös niin, että johto julkaisee osan yhtiön tietopääomasta ja jättää loput yhtiön omaan käyttöön. Julkistaminen tai julkistamatta jättäminen voivat tällöin molemmat olla mahdollisia ja johto voi siis tehdä ratkaisun sen perusteella kumman hallussa tieto on tuottavampaa, yhtiön vai markkinan. Tällöin tietopääomaa pidetään rahapääomaan rinnastettavana asiana, jota myös kohdellaan samoin. Rahapääoman osalta johdon tulisi pääoman tehokkaan käytön näkökulmasta jakaa osinkoina yhtiöstä pois pääoma, jonka sijoittajat voivat saada markkinoilla tuottavampaan käyttöön, kuin johto yhtiössä. Kun tietoa käytetään yhtiön sisällä, sijoittajan asema on sikäli huonompi, että hänelle ei synny oikeutta saada myöhemmin vastaavaa tietoa. Tämä vähentää sijoittajan tulevaa tiedonsaantia mutta laventaa yhtiön toimintamahdollisuuksia.

Jos sijoittajat tuntisivat pörssiyhtiön täysin, yhtiön arvostus muuttuisi varmasti. Markkinoiden näkökulma pörssiyhtiöön onkin poikkeuksellinen, markkinoille tärkeä tieto on tulokseen vaikuttavaa ja hyvin yleistä. Yhtiölle itselleen tärkeä tieto on yksityiskohtaista ja liike-

toimintaan vaikuttavaa. Markkinat ja yhtiö etsivät erityyppisiä tietoja. Markkinat suojaavat sisäpiiritietoa ja yhtiöt yrityssalaisuuksia. Sisäpiiritieto suojaavat yleistä tietoa, joka on erilaista kuin yrityssalaisuuden suojaama yhtiöntieto. Markkinoiden näkökulma yhtiöihin on yleisessä tiedossa olevan tiedon varassa.

Yhtiö voi joutua julkaisemaan toisen yhtiön yrityssalaisuuden, esimerkiksi tilanteessa jossa toinen yhtiö on joutunut tuotannollisiin vaikeuksiin ja ne vaikuttavat olennaisella tavalla ensin mainitun yhtiön osakkeen hintaan. Monenvälisyys (tiedon liittyminen useaan yhtiöön) on oma ongelmansa tiedonantovelvollisuusharkinnassa. Monenvälisyystilanteessa sijoittaja voi joutua seuraamaan useita yhtiöitä saadakseen riittävästi tietoa yhdestä yhtiöstä. Esimerkiksi pienen, mutta tärkeän alihankkijan tulosvaroitusta voi vaikuttaa sijoittajien käsitykseen suuremmasta yhtiöstä. Monenvälisyystilanteessa tiedonantovelvollisuus on helposti pirstaloitunut.¹⁷³

Tieto voi olla toisen osapuolen hallussa, jolloin tietoa ei voida saada tai yhtiöllä voi olla tieto, mutta toinen osapuoli ei halua sitä julkaistavan. Tällöin yhtiön tulisi julkaista asiaa sen verran, että sijoittajat voivat arvioida sen vaikutuksen osakkeen hintaan. Mitä yhtiön sitten pitäisi tehdä, jos se ei saa lupaa julkistaa tietoa tämänkään vertaa? Yhtiön tulee pitää tieto luottamuksellisena yritystietona ja ryhtyä toimiin, jotta tieto pysyisi yhtiön sisällä. Yhtiöllä tulisi Pörssin sääntöjen mukaan olla suunnitelma siitä, miten tällaisessa tilanteessa toimitaan. Sijoittajien kannalta tämä tilanne ei ole ongelma. Markkinoillahan kenellekään ei tapahdu vahinkoa, jos tietoa ei ole kenelläkään. Tällöin kukaan sijoittajista ei pääse hyötymään toisen sijoittajan kustannuksella.

Sakari Huovinen on kirjassaan "Pörssi-yhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media" antanut esimerkin tilanteesta, jossa pörssi-yhtiö (Sonera) on vähemmistöosakkaana toisessa yhtiössä ja joutuu punnitsemaan, julkistaako saamaansa toiseen yhtiöön liittyvää tietoa. Huovisen esimerkki on seuraava:¹⁷⁴

Sonera osallistui Italiassa Ipse-konsortioon, jolle myönnettiin UMTS-toimilupa loka-kuussa 2000. Soneran osuus Italian toimiluvasta ja lisätaajuudesta oli 409 milj. euroa ja Soneran osuus Ipse 2000 s.p.A:n osakkeista oli 12,55 %. Soneran italialaiseen Ipseen tekemistä sijoituksista yhtiö julkisti vain ne tiedot, jotka koskivat sijoituksen suuruutta ja saatuja prosenttiosuuksia. Sijoitus oli yksinäänkin suuri Soneran mittakaavassa. Yhdistettynä muihin UMTS-lupiin sijoitus oli viemässä yhtiötä suuriin vaikeuksiin ilman osakeantia syksyllä 2001. Arviota sijoituksen kehittymisestä Soneran oli alkuvaiheessa mahdotonta antaa varsinkaan kun Ipsellä ei ollut vielä edes liiketoimintasuunnitelmaa. Tältä pohjalta voidaan perustellusti sanoa, että Soneran olisi tullut kuitenkin pitää huolta siitä, että kaikilla markkinaosapuolilla olisi ollut edes jonkinlaiset edellytykset itse muodostaa käsitys yhtiön mahdollisuuksista.

¹⁷³ Huovinen 2004, s. 134.

¹⁷⁴ Huovinen 2004, s. 98.

Tapauksessa Sonera oli osakkaana yhtiössä, joka ei ollut pörssi-yhtiö. Ottaen huomioon UMTS-kokonaisuuden, sijoitus oli Soneralle erittäin merkittävä. Koska sijoitus oli merkittävä, Ipse-konsortioon liittyvästä tiedosta tulee helposti olennainen. Olennainen yrityssalaisuus tapauksessa olivat Ipsen kehitysnäkymät. Kun Ipse ei tiedottanut juuri lainkaan, ei se välttämättä voinut kertoa Sonerallekaan, yhdelle vähemmistöomistajistaan, enempää kuin muille osakkaille. Vaikka Ipse olisi paljastanutkin tiedot kehitysnäkymistään Soneralle, olisi se voinut vaatia Soneraa pidättäytymään asian julkistamisesta. Ipse olisi voinut vaatia Soneraa pitämään tiedot kehitysnäkymistä julkistamattomina vedoten niiden olevan yrityssalaisuus. Jos Sonera tässä tilanteessa olisi julkistanut tiedot kehitysnäkymistä, olisi emoyhtiö Ipse voinut vaatia Soneralta vahingonkorvausta yrityssalaisuuden paljastamisesta.

Ostotarjoustilanteessa voidaan harkita yhtiön yrityssalaisuuksien luovuttamista tarjouksen tekijälle. Arvopaperimarkkinayhdistyksen edeltäjä Yrityskauppala-autakunta antoi yrityssalaisuuksiin liittyen erityissääntelyä. Yrityskauppala-autakunnan antama suositus ”Julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista” on korvattu Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisemalla ostotarjouskoodilla. Yrityskauppala-autakunnan antama suositus ei siis ole enää voimassa, mutta sen perusteella voidaan hahmottaa yrityssalaisuuksien julkaisemisen tarpeellisuusarviointia. Suositus koski due diligence -tilanteessa annettavia tietoja ja kertoi mallista, jonka mukaan yrityssalaisuuden julkaisemista arvioidaan:

Hallituksella on velvollisuus suojata yhtiön etuja päättäessään tietyille tarjouksen tekijälle annettavasta tiedosta. Hallituksen tulee myös arvioida, voiko esimerkiksi yhtiön liikesalaisuuksien paljastaminen tarkastuksessa aiheuttaa yhtiölle vahinkoa tarjouksen tekijän allekirjoittamasta salassapitosopimuksesta huolimatta.¹⁷⁵

Johdon on siis arvioitava, voiko yrityssalaisuuden paljastaminen aiheuttaa yhtiölle vahinkoa. Hallituksen pitää arvioida yrityssalaisuuden julkaisemisen tarpeellisuus. Ostotarjoustilanteessa osakkeenomistajat hyötyvät tietojen paljastamisesta osakkeiden mahdollisesti kohoavana hintana. Osakkeenomistajien etu on peruste, jonka nojalla yrityssalaisuuksia voi luovuttaa ostotarjouksen tekijälle. Normaalisissa tiedonantovelvollisuustilanteissa perusteena tiedon julkaisemiselle ovat markkinahäiriöiden estäminen ja sijoittajien tasavertainen tiedonsaanti. Niiden nojalla yrityssalaisuuksien julkistaminen ei ole sääntelyn mukaan mahdollista. Yrityssalaisuus on yhtiön omaisuutta, joka voidaan julkistaa vain osakkeenomistajien edun niin vaatiessa. On selvää, että paljon pörssi-yhtiöitä koskevaa tietoa jää tiedottamatta sen vuoksi, että tieto on yrityssalaisuus.

¹⁷⁵ Yrityskauppala-autakunnan suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista, Helsinki Takeover Code 2006, suositus 12 d.

4.4 Ostotarjousmenettely

Arvopaperimarkkinayhdistys on julkaissut ostotarjousmenettelyä käsittelevän ostotarjouskoodin. Ostotarjouskoodi on suositus julkisissa ostotarjouksissa noudatettavista menettelytavoista. Siinä asetetaan erityisiä velvoitteita yhtiön hallitukselle yhtiön edun ja osakkeenomistajien edun varmistamiseksi. Suosituksesta käy ilmi, kuinka hallitus valvoo osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden toteutumista. Ostotarjousmenettelyn kohdeyhtiön on valvottava, että sijoittajien suoja ja markkinoiden häiriötön toiminta toteutuvat. Tieto ostotarjouksesta ja sitä koskevista valmisteluista ei saa vuotaa markkinoille ennen tarjouksen julkistamista. Velvoite Arvopaperimarkkinayhdistyksen asettamalle itsesääntelylle on asetettu arvopaperimarkkinalain 11:28 §:ssä. Perustelu itsesääntelyn kehittämiseksi yrityskauppatilanteissa on annettu hallituksen esityksessä 6/2006:

Itsesääntelyn kehittämällä voidaan yhdenmukaistaa listayhtiöiden toimintatapoja yrityskauppatilanteissa. Tämän uskotaan selkeyttävän käytäntöjä ja sen ohella mahdollisesti vaikuttavan myönteisesti suomalaisten listayhtiöiden markkina-arvoon, jonka pienillä ja syrjäisillä osakemarkkinoilla on todettu jäävän mahdollisesti alemmaksi kuin suuremmilla osakemarkkinoilla listatuilla yhtiöillä.¹⁷⁶

Ostotarjousmenettely on tiedonantovelvollisuuden suhteen erityistilanne. Arvopaperimarkkinayhdistyksen ostotarjouskoodissa on yhtiöille annettu normaalisääntelyä tarkemmat toimintavelvoitteet. Yhtiön on yleensä toimittava vastaavalla tavalla myös muissa tiedonantotilanteissa, mutta ostotarjousmenettelytilanteessa toimintavelvollisuudet on julkaistu nimenomaisesti.

Sijoittajansuoja vaatii, että yhtiön osakkeenomistajat saavat tarjouksen yhteydessä tarjouksesta riittävät ja asianmukaiset tiedot. Suositus tarkoittaa tarjoukseen liittyviä tietoja. Osakkeenomistajat eivät voi joutua myymään osakkeitaan puutteellisin tiedoin. Ennen tarjouksen toteutumista yhtiön on pidettävä tieto luottamuksellisena. Tiedon pitäminen luottamuksellisena ennen ostotarjousmenettelyn julkistamista takaa markkinoiden häiriöttömän toiminnan. Sijoittajansuojasta ja markkinoiden häiriöttömästä toiminnasta Arvopaperimarkkinayhdistys toteaa:

Julkista ostotarjousta koskevat valmistelut tapahtuvat yleensä luottamuksellisesti eikä tietoa tulevasta tarjouksesta julkisteta ennen kuin tarjouksen tekemisestä on tehty lopullinen päätös. Sijoittajien suojan kannalta on tärkeää, että yhtiön osakkeenomistajat saavat tarjouksen yhteydessä riittävät ja asianmukaiset tiedot. Markkinoiden häiriötön toiminta taas edellyttää, ettei tieto mahdollisesta tarjouksesta tai sitä koskevista valmisteluista vuoda markkinoille ennen tarjouksen julkistamista.¹⁷⁷

¹⁷⁶ HE 6/2006, s. 27.

¹⁷⁷ Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema ostotarjouskoodi, s. 36.

Due diligence -tilanteessa taas yhtiön pitää huolehtia osakkeenomistajien yhdenvertaisuudesta. Yhtiön osakkeenomistajalle ei normaalitilanteessa voi antaa muita parempaa tietoa. Due diligence -tarkastuksen yhteydessä ostotarjousta suunnitteleva osakkeenomistaja sen sijaan voi saada muita parempaa tietoa. Kriteerinä yhden osakkeenomistajan suosimiselle on, että due diligence -tarkastuksen salliminen on muiden osakkeenomistajien edun mukaista. Due diligence -tarkastus voi esimerkiksi olla ehtona sille, että ostajaehdokas tekee korkeamman ostotarjouksen. Liittyen osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden ja due diligence -tilanteiden ristiriitaan on annettu suositus 12 b:

Ostotarjoustilanteessa due diligence -tarkastuksen sallimisen tarkoituksena on luoda edellytykset kaikille osakkeenomistajille tehtävän tarjouksen toteutumiseen riippumatta siitä, omistaako tarjouksen tekijä ennestään kohdeyhtiön osakkeita vai ei. Jos tarjous on osakkeenomistajien kannalta edullinen, tietojen antamisesta ei yleensä voida katsoa aiheutuvan osakeyhtiölaissa tarkoitettua epäoikeutettua etua tarjouksen tekijälle muiden osakkeenomistajien (tai yhtiön) kustannuksella, vaikka tarjouksen tekijä olisi ennestään yhtiön osakkeenomistaja. Osakeyhtiölain yhdenvertaisuussäännökset eivät siten lähtökohtaisesti rajoita kohdeyhtiön hallituksen mahdollisuutta sallia due diligence -tarkastus tai velvoita hallitusta antamaan due diligence -tarkastuksessa annettavia tietoja yhtiön muille osakkeenomistajille.¹⁷⁸

Due diligence -tarkastus voi tuoda ostotarjouksen tekijän tietoon asioita, joita osakkeenomistajat eivät tiedä. Osakkeenomistajien ei pitäisi joutua päättämään osakkeiden myynnistä puutteellisin tiedoin. Hallitus huolehtii tässä kohtaa siitä, että tarjoushinta ei ole liian alhainen ottaen huomioon osakkeenomistajilta salattu tieto. Hallitus toimii omistajien agenttina, ja se voi vastustaa ostotarjouksen hyväksymistä. Hallitus ei kuitenkaan kerro osakkeenomistajille tarjoushinnan olevan liian alhainen esimerkiksi yrityssalaisuuksien vuoksi. Yrityssalaisuuksien olemassaolosta kertominen ei olisi yhtiön edun mukaista, koska markkinoille syntyisi spekulatiota niiden sisällöstä, ja yhtiön osakkeeseen siirtyisi epävarmuutta.

Pörssiyhtiöllä ei ole myöskään velvollisuutta julkistaa due diligence -tarkastuksessa paljastunutta, osakkeen hintaan olennaisesti vaikuttavaa seikkaa markkinoille. Hallituksen tulee kuitenkin harkita seikan julkistamista. Hallitus toimii osakkeen hintaan vaikuttavien asioiden kohdalla sekä yhtiön, että osakkeenomistajien edun mukaisesti. Tieto voidaan salata markkinoilta, jos yhtiön etu vaatii sitä. Yhtiön velvollisuudesta julkistaa markkinoille due diligence -tarkastuksessa löydetty tieto todetaan:

Kohdeyhtiöllä ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta julkistaa tarjouksen tekijälle due diligence -tarkastuksessa annettuja tietoja. Mikäli due diligence -tarkastus kuitenkin paljastaa sellaisen olennaisen seikan, joka ei ole aikaisemmin ollut kohdeyhtiön tiedossa, kohdeyhtiön hallituksen tulee viivytyksettä arvioida, onko tällainen seikka omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön arvopaperin arvoon ja tuleeko se siten julkistaa yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti.¹⁷⁹

¹⁷⁸ Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema ostotarjouskoodi, s. 28.

¹⁷⁹ Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema ostotarjouskoodi, s. 29.

Hallitus voi käyttäytyä omaa etuaan tavoitellen, jos se pitää yhtä ostotarjouksen tekijää itselleen muita mieluisampana. Tämän vuoksi hallitukselle on asetettu informointivelvoitteet ostotarjousmenettelyn eri vaiheisiin. Yleensä hallituksen omaa etua tavoittelevaa toimintaa ei ole rajoitettu nimenomaisilla tiedottamissäännöillä. Ostotarjousmenettely on kuitenkin normaalista yhtiön toiminnasta niin paljon poikkeavaa, että hallituksen on raportoitava markkinoille toimistaan prosessin eri vaiheissa. Koska menettelysäännöt on vakioitu, hallitus ei voi halutessaan salata neuvottelun vaiheita osakkeenomistajilta. Menettelytapojen vakioiminen tasa-vertaistaa osakkeenomistajien tilannetta hallitukseen nähden. Osakkeenomistajat toimivat puutteellisilla tiedoilla, mutta vakioidut menettelytapasäännökset tuovat heille turvaa johdon toimia vastaan. Ostotarjouskoodin mukaan tyypillisesti kohdeyhtiön julkistettavaksi tulevat muun muassa¹⁸⁰

- a) hallituksen tarjouksesta antama lausunto sisältäen myös tiedon siitä, onko kohdeyhtiö sitoutunut noudattamaan ostotarjouskoodia, ja jollei ole, perustelut miksi ei ole, sekä lausuntoon mahdollisesti myöhemmin tehtävät muutokset
- b) kohdeyhtiön henkilöstön tarjouksesta mahdollisesti antama lausunto
- c) tieto tarjouksen johdosta mahdollisesti pidettävästä yhtiökokouksesta
- d) arvopaperimarkkinalain 11:14 mukaisesti syy mahdolliselle päätökselle olla siirtämättä asiaa yhtiökokouksen käsiteltäväksi
- e) tieto mahdollisesta kilpailevasta tarjouksesta
- f) tieto tarjouksen tuloksesta
- g) tarjouksen tekijän ja osakkeenomistajien omistusosuutta koskevat niin sanotut liputusilmoitukset
- h) tieto mahdollisesta pakollisesta ostotarjouksesta ja sen tuloksesta
- i) tieto mahdollisesta osakeyhtiölain mukaisesta lunastusmenettelystä
- j) tieto mahdollisesta julkisen kaupankäynnin lakkauttamisesta yhtiön arvopapereilla.

Luettelo ei ole tyhjentävä. Luetteloa seuraamalla sijoittajat voivat arvioida ostotarjousmenettelyn kehittymistä. Erityisesti hallituksen ja kohdeyhtiön henkilöstön lausuntojen julkaiseminen ovat normaalia tiedonantovelvoitetta laajentavaa. Due diligence -tilanteessa kohdeyhtiön on arvioitava, onko tiedon luovuttaminen osakkeenomistajien edun mukaista. Yhtiön on due diligence -tarkastuksen salliessaan suoritettava sisäpiiriasioita koskevat järjestelyt. Luovutettaessa tietoa yhtiön ulkopuolisille on huolehdittava siitä, että heillä on salassapitovelvoite ja, että heistä tehdään sisäpiiriläisiä. Markkinoiden tiedonsaannin kannalta olennaista on myös se, että tarjouksen tekijä ei saa tehdä ostotarjousta ennen kuin due diligence -tarkastuksessa saatu sisäpiirintieto on julkistettu. Ostotarjouskoodin mukaan: ”Jos tarjouksen tekijä saa due diligence -tarkastuksen yhteydessä sisäpiirintietoa, tarjouksen tekijä ei lähtökohtaisesti voi tehdä tarjousta tai muuten käydä kauppaa kohdeyhtiön arvopapereilla ennen kuin kyseinen tieto on julkistettu.”¹⁸¹

¹⁸⁰ Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema ostotarjouskoodi, s. 48.

¹⁸¹ Arvopaperimarkkinayhdistyksen julkaisema ostotarjouskoodi, s. 29.

Tarkastuksen tekijä ei pääse käyttämään markkinoilla muita sijoittajia parempaa tietoa. Tämä on ongelmallista yhtiön kannalta. Jos due diligence -tarkastuksessa luovutetaan tarkastajalle yrityssalaisuuksia, myös ne on julkistettava markkinoille. Tosin ostotarjoustilanteeseen annettu suositus ei ohita normaaleja tiedonantovelvollisuusnormistoja. Lainsäädännön perusteella johdolla ei olisi velvollisuutta julkaista yrityssalaisuuksia, mutta toisaalta due diligence -tarkastuksen tekijä menettäisi mahdollisuuden tehdä julkisen ostotarjouksen, jos tietoja ei julkisteta. Tilanteen ratkaisu riippuu siitä, painotetaanko sijoittajansuojaa vai osakkeenomistajien etua.

Sijoittajien yhdenvertaisuuden kannalta on ongelmallista, jos ostotarjouksen tekijä ostaa osakkeita sekä pörssin ulkopuolelta, saaden yksityiskohtaista tietoa yhtiöstä, että pörssistä. AML 11:7 §:n mukaan julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa arvopaperinhaltijoita eriarvoiseen asemaan. Tarjouksen tekijän on annettava kohdeyhtiön osakkeiden haltijoille olennaiset ja riittävät tiedot, joiden perusteella osakkeenomistajat voivat tehdä perustellun arvion ostotarjouksesta.¹⁸² Näihin olennaisiin ja riittäviin tietoihin voidaan lukea pörssin ulkopuolisessa osakekaupassa osakkeista maksettu hinta, sekä mahdollisessa due diligence -tarkastuksessa tarjouksen tekijän tietoon tulleet seikat siltä osin kuin ne eivät vaaranna yhtiön etua.

¹⁸² AML 11:27 §.

5 YHTEENVETO

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rajoittaminen ei ole yksinkertainen tehtävä. Esiin nousee enemmän kysymyksiä kuin vastauksia. Onko yhtiöllä oikeus olla tiedottamatta tiedosta, josta sille aiheutuu liiketoiminnallista haittaa? Voiko yhtiö olla tiedottamatta omaan käyttöönsä luomaa tietoa? Miten määritellään yrityssalaisuus, jos yhtiö vetoaa tiedottamattomuustilanteessa siihen, että tieto on yrityssalaisuus? Ulottuuko tiedonantovelvollisuus yhtiön päätöksentekoprosessiin?

Yhtiö voi ratkaista tiedonantovelvollisuuden ja salaisen yhtiöntiedon välisen jännitteen esimerkiksi julkistamalla tiedon muodoltaan, mutta jättämällä sisällön julkistamatta. Tiedonantovelvollisuuden alaista on tieto, jolla on merkitystä yhtiön tuloksenteekokykyyn, eli tuottoarvoon. Jos tiedolla on merkitystä yhtiön liiketoimintaedellytyksiin, mutta ei tuloksenteekokykyyn, tieto ei ole tiedonantovelvollisuuden alaista. Näin tiedonantovelvollisuus voi joissakin tilanteissa väistyä suuremman oikeushyvän suojelun tieltä.

Pörssiyhtiöllä on oikeus olla tiedottamatta tietyistä asioista. Pörssiyhtiön ei tarvitse tiedottaa esimerkiksi tiedoista, joilla olisi olennainen vaikutus yhtiön kilpailuasemaan. Samoin yhtiön ansaintalogiikan ja investointien tuottoasteen julkistaminen voi aiheuttaa yhtiölle olennaista haittaa. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella annettavaa tietoa rajaavat myös yhtiön sopimusoikeudelliset velvoitteet. Tieto voi olla yhtiölle olennaista haittaa tuottava väkivaltaisesti siten, että se loukkaa ensisijaisesti yhtiön sopimuskumppanin, kuten velkojan etua.¹⁸³ Haitallisia tietoja ei ole lainsäädännössä erikseen määritelty.

Tiedonantovelvollisuusnormiston ulkopuolelle jää varallisuus oikeudellinen tieto, jonka yhtiö on luonut omaan käyttöönsä, tai joka liittyy yhtiön sopimussuhteisiin ja yrityssalaisuuksiin. Tieto, jonka yhtiö on luonut omaan käyttöönsä, on tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta haasteellinen. Yhtiön omaan käyttöönsä luoma tieto eroaa suuresti “yhtiön tietoon tulleesta” seikasta. Luomaansa tietoon yhtiö on uhrannut aikaa ja varoja. Sen lisäksi yhtiöllä on ollut tarkoitus suojata luomaansa tietoa. Yhtiön luomalla tiedolla on yhtiölle aina objektiivisesti arvioiden merkitystä, toisin kuin yhtiön tietoon tulleella seikalla. Yhtiön omaan käyttöön luoma tieto lähestyy yrityssalaisuutta. Mikäli yhtiön omaan käyttöön luoma tieto mielletään yrityssalaisuudeksi, se ei kuulu tiedonantovelvollisuuden piiriin.

Ongelmallista on, että MAR:ssa ei ole tarkasti eritelty, minkätyyppiset tiedot katsotaan sisäpiiritiedoksi. MAR:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta ei ole estettä sille, että yhtiö jättää tiedottamatta yhtiölle olennaista haittaa aiheuttavista tiedoista. Ne koskevat

¹⁸³ *Varis* 2014, s. 16.

yhtiön käytännön liiketoimintaa ja yhtiön johtamista, tai ovat yhtiön omistamaa immateriaalista omaisuutta.

MAR 17 artikla edellyttää kaiken sisäpiiritiedon julkistamista. Tästä näkökannasta katsottuna tiedonantovelvollisuusnormisto voidaan ulottaa pidemmälle yhtiötä koskevaan tietoon. On huomattava, että tiedonantovelvollisuus ulottuu nimenomaan yhtiötä koskevaan tietoon, ei yhtiöntietoon. Yhtiötä koskeva tieto on tietoa, jolla markkinat spekuloiivat, yhtiöntieto taas on tietoa, jota yhtiö käyttää liiketoiminnassaan.

Pörssiyhtiön oikeus salata tietojaan ja sijoittajien oikeus tietoon näyttävät olevan keskenään ristiriidassa. Tilanne voidaan kuitenkin ratkaista ottaen huomioon molempien osapuolten päämäärät. Tulkinnassa tulee pyrkiä oikeuksien eri ulottuvuuksien välillä tietynlaisen soveliaan tasapainon saavuttamiseen.¹⁸⁴ Omaisuudensuoja on luonteeltaan aina suhteellista, ei ehdottomaa.¹⁸⁵ Tässä tutkimuksessa käsiteltävä kiista siitä, onko pörssiyhtiöllä oikeus pitää tieto itsellään, vai onko sijoittajilla oikeus tietoon, on yksityisten toimijoiden välinen horisontaalinen suhde. Tällaisen kiistan päätös ei ole luonteeltaan joko–tai-tyyppistä, vaan päätös sijoittuu pikemminkin liukuvalla asteikolla. Samoin on mahdotonta määrittää täsmällisesti eri tekijöiden keskinäistä tärkeys- tai painokerrointa.¹⁸⁶

Pörssiyhtiöllä on perustuslaillinen oikeus siihen, että sen velvollisuudet ovat rajoitettuja. Pörssiyhtiön velvollisuuksien rajoitus on vastakkainen tavoite suhteessa tiedonantovelvollisuuden laajentamiseen, tavoitteena sijoittajan mahdollisuus perustellun arvion muodostamiseksi osakkeesta. Tiedotustilanne tulee nähdä avoimena ikkunana, jossa yhtiön johdolla on mahdollisuus muokata tiedotettavaa tietoa. Yhtiön mahdollisuutta muokata tiedotettavaa tietoa ei tule sitoa liikaa. Yhtiö omistaa tiedon, josta se julkistaa osan sijoittajien käyttöön. Yhtiölle tulee sallia suuri vapaus salata sellainen tieto, joka on vielä merkityksellistä yhtiön liiketoimintaedellytysten kannalta.

¹⁸⁴ *Länsineva* 2012, s. 137.

¹⁸⁵ *Länsineva* 2012, s. 158.

¹⁸⁶ *Länsineva* 2012, s. 171.