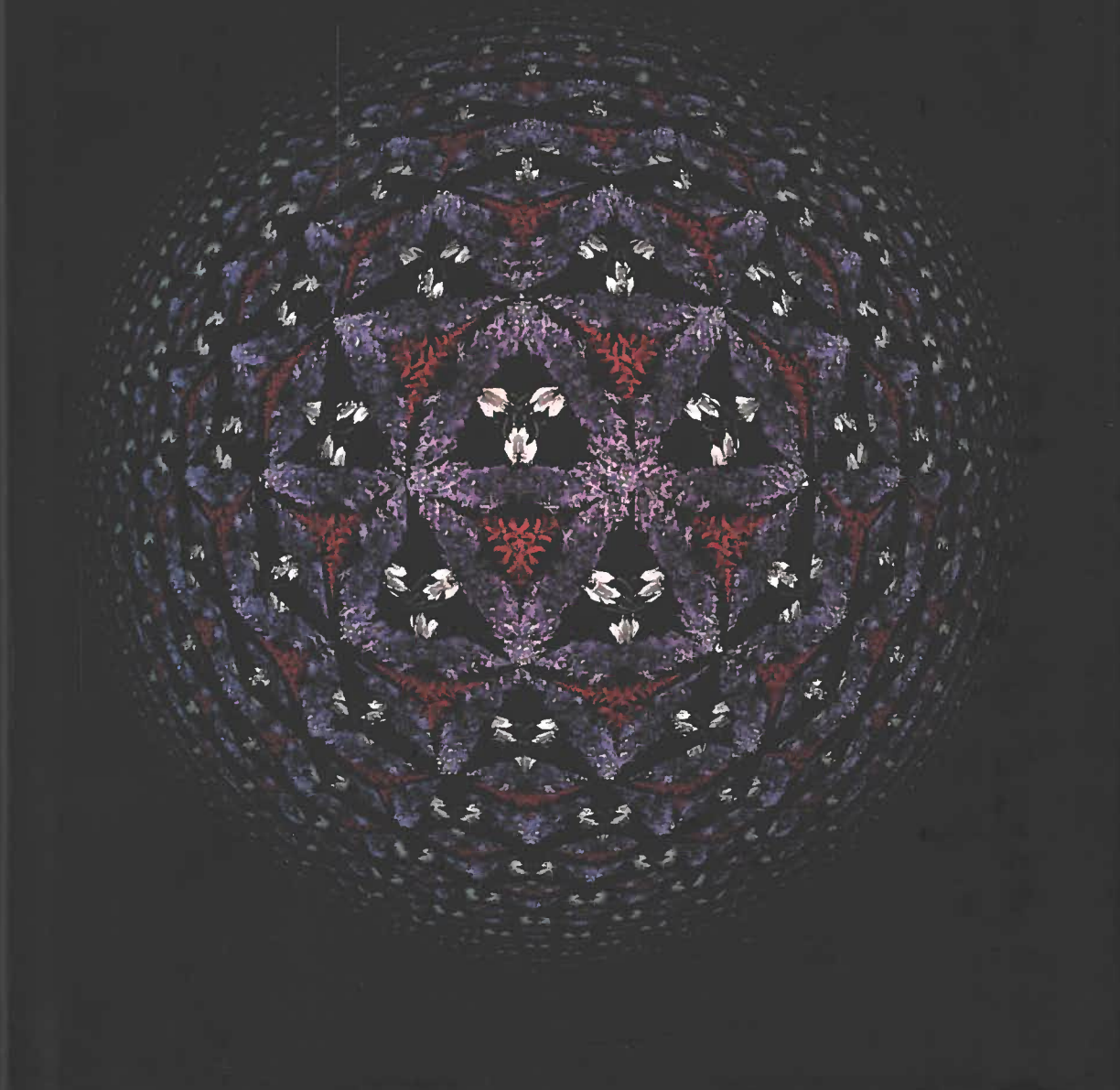


Sakari Huovinen

PÖRSSIYHTIÖN TIEDONANTOVELVOLLISUUS, SIJOITTAJAN ODOTUKSET JA MEDIA



PÖRSSIYHTIÖN TIEDONANTOVELVOLLISUUS,
SJOITTAJAN ODOTUKSET JA MEDIA



SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 248

Sakari Huovinen

Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media

Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista

Yliopistollinen väitöskirja, joka Lapin yliopiston oikeustieteiden tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi Lapin yliopiston luentosalissa 2 perjantaina 13.2.2004 klo 12.

WITH AN ENGLISH SUMMARY

Julkaisuvaliokunta

Raimo Lahti, puheenjohtaja

Markku Helin

Mika Hemmo

Risto Nuolimaa

Lea Purhonen, sihteeri

Tilausosoite

Suomalainen Lakimiesyhdistys

Kasarmikatu 23 A 17

00130 Helsinki

p. (09) 6120 300

f. (09) 604 668

sly@lakimies.org

www.lakimies.org

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-540-0

© 2004 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Sakari Huovinen

ISSN 0356-7206

ISBN 951-855-222-3

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2004

Saatteeksi

Tiedonantovelvollisuuden toteutuminen on juridinen ja yhteiskunnallinen kysymys. Yrityksissä käytännön tiedottamista tekevät tavallisesti ei-juridisen koulutuksen saaneet henkilöt. Omassa leipätyössäni, ensin toimittajana ja sitten yritystiedottamisen parissa, olen joutunut arvioimaan tiedonantovelvollisuuden vaikutusta sijoittajien päätöksiin, pörssiyhtiöiden toimintaan ja koko yhteiskuntaan.

Aiheen oikeudellinen arviointi selkiytti käytännön työssäni esille tulleita ongelmia. Liiketoimintaa, juridiikkaa ja tiedottamista on tarkasteltava samanaikaisesti. Pörssiyhtiöiden tiedotusvastuu kytkeytyy kysymykseen toimittajan vastuusta. Luottamus arvopaperimarkkinoihin on kaikkien tehtävä.

Kiitos tutkimustyöni käynnistymisestä kuuluu pitkäaikaiselle ystävälleni, oikeustieteen tohtori *Timo Kaisanlahdelle*. Hän opasti minut työni ohjaajan, professori *Juha Karhun* luo ja antoi itse sivustatukea aiheen sisällön kehittelyssä. Juha Karhu innosti: kirjoita siitä, mitä ihmettelet. Olen kiitollinen Juha Karhun tavasta kannustaa kyselemään, etsimään analogioita yllättäviltä tahoilta ja rohkaisusta katsoa kauas. Hänen ohjauksensa on tukenut minua silloin, kun olen koettanut suunnistaa oikeustieteen välillä karikkoisilla, välillä syvillä vesillä. Jälkeenpäin voinee sanoa, että tällainen ideoiva etenemistapa on työläs sekä tutkijalle että ohjaajalle. Lopputuloskin voi olla muista väitöskirjoista poikkeava.

Ideoivaa työskentelytapaa edisti professori *Aulis Aarnio*. Tutkimustyöni alkuvaiheessa hän kehotti lähestymään tiedonantovelvollisuutta kokemuksen tuoman aineiston näkökulmasta. Aarnion mukaan väitöskirjan tekeminen on kuin juoksisi kärpäspaperin kanssa kesäillassa. Etukäteen ei voi tietää, millaisia itikoita paperiin tarttuu. Vasta juoksun jälkeen näkee saaliin ja sen, mitä siitä voi päätellä. Väitöskirjassa täytyy väittää, hän sanoi. Näin olen yrittänyt toimia.

Esitarkastajat, professori *Matti Rudanko* ja professori *Juha Tolonen* ovat antaneet arvokasta ja hyödyllistä palautetta ongelmien tarkentamisessa. Dosentti ja vastaväittäjäksi lupautuneen *Pekka Timosen* täsmälliset kommentit auttoivat jäsentämään kirjan rakennetta.

Monet ystävät ja kollegat ovat lukeneet käsikirjoituksen eri versioita, esittäneet kysymyksiä ja kommentteja sekä innostaneet. Erityisesti kiitän pääkirjoitustoimittaja *Antti Blåfieldiä*, oikeustieteen lisensiaatti, asianajaja *Juhani Ermaa*, varatuomari, asianajaja *Veli Pekka Huotaria*, professori *Jarmo Leppiniemeä*, toimistopäällikkö *Jarmo Parkkosta*, valvontajohtaja *Timo Rintasta* ja toimittaja *Merja Sundströmiä*. Veljeni *Eero* on ollut kriittinen kirittäjä. Ilman

heidän etevää huomioitaan ja haasteitaan työstäni puuttuisi paljon. Se, mitä tekstiin lopulta tuli, on tietysti oma valintani ja vastuullani.

Asianmukaiset työtilat olen saanut käyttööni Asianajotoimisto *Luostarinen Mettälä Räikkönen Oy*:ltä, jonka yhden hengen pro bono -osaston olen muodostanut. Kiitos myös Suomalaiselle Lakimiesyhdistykselle, jonka sarjaan kirjani hyväksyttiin painettavaksi. Englanninkielisen tiivistelmän on kääntänyt *Andrew Gardiner*. Kustannustoimittaja *Pipsa Kostamon* viimeistely näkyy joka sivulla.

Omistan kirjani rakkaalle puolisololleni *Pirkolle*, jonka kykyä kestää kyselemistäni ihmettelen, sekä *Mikolle* ja *Annalle*, joiden toivon jatkavan kyselemistään.

Helsingissä, joulun pyhinä 2003

Sakari Huovinen

Sisällys

SAATTEEKSI	V
SISÄLLYS	VII
LÄHTEET	XIII
KAAVIOT JA TAULUKOT	XXVII
LYHENTEET	XXVIII

OSA I JOHDANTO

1 Tutkimustehtävä	3
1.1 Arvopaperimarkkinoiden tehtävät ja yhteiskunnalliset tavoitteet	3
1.2 Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteet	4
1.3 Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteet	7
1.4 Kysymyksenasettelu	9
1.5 Rajaukset	13
1.6 Metodisia näkökulmia	17
1.7 Lähteistä	23
1.8 Käsitteistä	24
1.9 Rakenteesta	34
2 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden normisto	37
2.1 Arvopaperimarkkin laki	38
2.2 Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö	42
2.3 Viranomaiskannanotot	46
2.4 Muu itsesääntely ja tapanormit	51
2.4.1 Journalistin ohjeet	51
2.4.2 Suomen Sijoitusanalyttikot ry:n eettiset säännöt	53
2.4.3 Suomen IR-Yhdistys ry:n jäsenen ammatilliset ja eettiset periaatteet	54
2.5 Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ongelmia	55
2.5.1 Luottamuksen aste-erojen ongelma	55

2.5.2	Huomion kiinnittyminen erityistilanteisiin	57
2.5.3	Normiston päällekkäisyys	58
2.5.4	Tilanteiden kartoittamattomuuden ongelma	62
2.5.5	Yksittäisen tiedon ongelma	63
2.5.6	Tavoitteena vivahteikkaampi käsitteistö	69

OSA II TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN UUDELLEENARVIOINTI

3	Kaksi käsitystä tiedonantovelvollisuudesta	75
3.1	Tiedotuksen pistekäsitys	75
3.2	Pistekäsityksen lisäongelma: Olennaisuus tiedotteen statuksen muuttujana	87
3.3	Tiedotuksen prosessikäsitys ja passiivinen tiedonmuodostus	92
3.3.1	Vertailu sopimuksen prosessikäsitykseen	94
3.4	Yhteenvetoa	106
4	Markkinaosapuolet ja niiden tieto	109
4.1	Markkinaosapuolten strateginen käyttäytyminen	116
4.2	Yhtiöntieto	121
4.2.1	Tiedottamisen kannusteet	122
4.2.2	Yhtiöntiedon perusominaisuudet: Koherenttisuus, hermeettisyys, puolustaminen, uusien arvojen luominen	128
4.2.3	Yhteenvetoa	134
4.3	Sijoittajan tieto	136
4.3.1	Informaatio asiantuntijoille ja maallikoille	136
4.3.2	Ns. huolellisen sijoittajan käsite	141
4.4	Markkinatieto	146
4.4.1	Markkinatiedon oikeudellinen merkitys	146
4.4.2	Markkinatiedon imeytymisaika	151
4.5	Mediantieto	156
4.5.1	Media yhtiöntiedon välittäjänä ja tulkitsijana	157
4.5.2	Median rooli markkinaosapuolena	162
4.6	Yhteenvetoa ja johtopäätöksiä tiedonmuotojen merkityksestä ...	170

OSA III TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN OIKEUDELLISET ULOTTUVUUDET

5	Tiedonantovelvollisuuden prosessikäsitteen oikeudelliset ulottuvuudet	177
5.1	Tiedonantovelvollisuuden edellytysulottuvuus	180
5.1.1	Yhtiön tiedotuskäytävä	184
5.1.2	Yhtiön tiedotusreservi	187
5.2	Tiedonantovelvollisuuden olennaisuusulottuvuus	190
5.2.1	Systeemi-arviointi	191
5.2.2	Tilinpäätöksen tietoa ja kuvaa koskevan keskustelun pääpiirteet	194
5.2.3	Laatu-arviointi	198
5.2.4	Luottamus johtoon tiedon tulkitsijana	202
5.2.5	Tiedon olennaisuuden arvioinnin vaiheet	204
5.2.6	Tiedon olennainen vaikuttamisominaisuus arvopaperin arvoon	207
5.3	Tiedonantovelvollisuuden huoltoulottuvuus	213
5.3.1	Totuudenvastaisuuden ja harhaanjohtavuuden ilmeneminen	219
5.3.2	Valhe ja sen ilmenemismuodot	232
5.3.3	Tietovuodon, markkinoilla olevan väärän tiedon ja huhun korjaamisvelvoite	242
5.3.4	Yhteenvetoa	254
5.4	Tiedonantovelvollisuuden ajallinen ulottuvuus	255
5.4.1	Tiedon syntymisajankohta	255
5.4.2	Tiedotustehtävien samanaikaisuus julkistamista harkittaessa	262
5.4.3	Tiedon välitila, julkistamisen viivytys	269
5.4.4	Tiedon ajallinen vahvistuminen, heikkeneminen ja jatkuminen	277
5.4.5	Etu- ja takapainotteinen tiedottaminen	279
5.4.6	Seikan merkityksen riippuvuus syy- ja ajallisista yhteyksistä	281
5.4.7	Tiedon vanhentumisajankohta	283
5.4.8	Ajallisen ulottuvuuden yhteenvetoa	286
5.5	Tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksien yhteenvetoa	287

OSA IV TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN OIKEUDELLISTEN ULOTTUVUUKSIEN VAIKUTUKSET

6	Sijoittajan perustellut odotukset	293
6.1	Julkistettu tieto – saavutettu etu. Tiedon suhde varallisuuteen	297
6.2	Toiminnan ennakoitavuus yhtiön tiedotuskäytännön seurauksena	299
6.3	Markkinatieto perustellun odotuksen edellytyksenä	305
6.4	Oletettu markkinavaikutus johdon tiedottamista ohjaavana tekijänä	308
6.5	Yritys tiedon itseisarvon puhdistamiseksi	313
6.6	Yhteenvetoa	322
7	Lojaliteetti tiedonantovelvollisuuden yhteydessä	323
7.1	Lojaliteetti tiedonantovelvollisuuden komponenttina	323
7.2	Lojaliteetti tiedonantovelvollisuuden tehokkuuden lisääjänä	328
7.3	Lojaliteetin muuttuva intensiteetti	331
7.4	Ankara tiedonantovelvollisuus	334
7.5	Tiedotuksen piste- ja prosessikäsityksen tarkastelu samaa kriteeristöä käyttäen	338
7.5.1	Lojaliteettivelvollisuus aktiivisen ja passiivisen tiedotusvastuun ratkaisijana	340
7.6	Yhteenvetoa	348

OSA V INFORMAATIOVARALLISUUS

8	Tietoon sitoutunut varallisuus	351
8.1	Informaation mosaiikkimaisuus	352
8.2	Informaation paralleelisuusvaatimus	354
8.3	Kiertoliike luo informaatiolle arvon – esimerkkinä due diligence -tilanne	356
8.4	Informaation takuuluonne	360
8.5	Median levittämän väärän tiedon kustannukset arvopaperimarkkinoilla	363
8.6	Informaatiovarallisuuden perusoikeusulottuvuus	372
8.7	Sananvapauden rajoittaminen markkinaluottamuksen lisäämiseksi	376

OSA VI LOPUKSI

9 Johtopäätöksiä	389
9.1 Yhtiön tiedonantovelvollisuuden laajentamisen merkitys	389
9.2 Vaikutus median vastuuseen	390
9.3 Sääntelyn kehittäminen	392
YHTEENVETO	395
SUMMARY	405
HAKEMISTO	415

Lähteet

Kirjallisuus

- Aaker, David A. – Day, George S. (ed.): Consumerism. Search for Consumer Interest. 2nd ed. London 1974.*
- Aarnio, Aulis:* Perillisen oikeusasemasta. Porvoo 1967.
- Aarnio, Aulis:* Onko oikeustiede yhteiskuntatiede. LM 1993. 695–710.
- Aarum, Kristin Normann:* Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper. Oslo 1994.
- Aboody, David – Kasznik, Ron:* CEO Stock Options Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures. Journal of Accounting and Economics 29. 2000. 73–100.
- Ahlman, Erik:* Oikeudenmukaisuus ja sen suhde moraaliin. Helsinki 1943.
- Aho, Matti:* Varallisuus oikeudellisen oikeustoimen tulkinnasta. Helsinki 1968.
- Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki:* Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997.
- Akerlof, George A.:* The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics. Vol 84. Issue 3. Aug 1970. 488–500.
- Alexy, Robert:* Theorie der Grundrechte. Frankfurt am Main. 1986.
- Amat, Oriol – Blake, John – Oliveras, Ester:* The Struggle Against Creative Accounting: Is "True and Fair View" Part of the Problem or Part of the Solution? Working paper. Päivämätön. <http://papers.ssrn.com>.
- Amir, E. – Lev, B.:* Value-relevance of Nonfinancial Information: the Wireless Communications Industry. Journal of Accounting Research 22. 1996. 3–30.
- Annola, Vesa:* Sisäpiirin rajat – Sisäpiirin määrittelyn tarpeellisuuden arviointia. Teoksessa Annola, Vesa – Herler, Brita (toim.): Oikeustieteen rajoja etsimässä. Juhlajulkaisu Juha Tolonen 15.4.2001. Turku 2001. 19–39.
- Aoki, Masahiko:* Horizontal vs. Vertical Information Structure of the Firm. The American Economic Review. Vol. 76. Issue 5. Dec. 1986. 971–973.
- Aoki, Masahiko:* Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy. Cambridge 1988.
- Arrow, K. T.:* The Economics of Moral Hazard. Further Comment. American Economic Review. Vol. 58. 1968. 537–539.
- Arup, Christopher:* Innovation, Policy and Law. Cambridge 1993.
- Astola, Tina:* Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Jyväskylä 1990.
- Atiyah, P. S.:* The Rise and Fall of Freedom of Contract. Oxford 1979.
- Aurejärvi, Erkki:* Oikeustoimen kohtuullistamisen yleiset opit ja yrittäjien väliset sopimukset. LM 1979. 725–745.
- Aurejärvi, Erkki:* Luotto- ja maksuvälineet. Jyväskylä 1986.
- Axberger, Hans-Gunnar:* Tryckfrihetens gränser. Helsingborg 1984.
- Ayres, Ian – Braithwaite, John:* Responsive Regulation. Transcending the Deregulation Debate. Oxford 1992.
- Baker, Edwin:* Giving the Audience What it Wants. 2001. <http://papers.ssrn.com>.
- Basu, Kaushik:* Social Norms and the Law 1. Päivämätön. <http://papers.ssrn.com>.
- Beaver, William H.:* Financial Reporting: An Accounting Revolution. 2nd ed. Englewood Cliffs, N.J. 1989.

- Bergmans, Bernhard*: Inside Information and Securities Trading. A Legal and Economic Analysis of the Foundations of Liability in the USA and European Community. Cornvall 1991.
- Bergo, Knut*: Børs- og verdipapirrett. Oslo 1998.
- Bergström, Clas – Rydqvist, Kristian*: Marknaden för företagskontroll – En analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag. Stockholm 1992.
- Berle, Adolf A. – Means, Gardiner C.*: The Modern Corporation and Private Property. 1932. 2nd rev. ed. New York 1968.
- Bernitz, Ulf*: Standardavtalsrätt. Uddevalla 1987.
- Botosan, Christine A.*: The effect of Disclosure Level on the Cost of Equity Capital. Päiväämätön. <http://papers.ssrn.com>.
- Bromber, A. R. – Lowenfels, L. D.*: Securities Fraud and Commodities Fraud (Vol 3). New York 1989.
- Brudney, Victor – Chirelstein, Marvin A.*: Cases and Materials on Corporate Finance. 2nd ed. Mineola, New York 1979.
- Bruun, Lars*: Mitä sananvapaus tarkoittaa? Teoksessa MTV julkaisuja 1/80. Helsinki 1980. 6–11.
- Buell, Keith C.*: "Start Spreading the News": Why Republishing Material from "Disreputable" News Reports Must Be Constitutionally Protected. NYU Law Rev. Vol. 75.2000. 966–1003.
- Bygglin, Gustav*: Om styrelsens ansvar för spekulationsförluster. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland. 2–3/1993. 100–112.
- Bärlund, Johan*: Reklamation i konsumentavtal – En kontraktsrättslig studie av konsumentens reklamation som en förutsättning för att konsumenten skall kunna åberopa näringsidkarens avtalsbrott. Helsingfors 2000.
- Carpenter, Brian W. – Dirsmith, Mark W. – Gupta, Parveen P.*: Materiality Judgments and Audit Firm Culture: Socio-behavioral and Political Perspectives. Accounting, Organisations and Society 1994, Vol. 19. No. 4/5. 355–380.
- Casson, Marc*: Information and Organization. New York 1997.
- Castren, Martti*: Liikesalaisuuksien suojasta yhteistoiminnassa ja niiden jälkeen. Vammala 1973.
- Chang, J.*: The decline in value relevance of earnings and book values. Working paper. 1998.
- Cialdini, Robert B.*: Influence. How and why people agree to things. New York 1984.
- Claesson, K.*: Effektiviteten på Stockholms fondbörs. Stockholm 1987.
- Clarke, F.F. – Dean, G.W. – Oliver, K.G.*: Corporate Collapse, Regulatory Accounting and Ethical Failure. Cambridge 1997.
- Clarke, Malcolm*: Failure to Disclose and Failure to Legislate: Is It Material? – I. Journal of Business Law. May 1988. 206–218.
- Coase, Ronald H.*: The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics 3. 1960. 1–44.
- Coase, Ronald H.*: Företaget, marknaden och lagarna. Stockholm 1992.
- Coffee Jr., John C.*: Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System. 70 Virginia L Rev. 1984. 717–722.
- Cooter, Robert*: The Cost of Coase. II Journal of Legal Studies I. 1982. 17–18.
- Cooter, Robert – Freedman, Bradley J.*: The Fiduciary Relationship, NYU Law Rev. Vol. 66. 1991. 1045–1075.
- Cooter, Robert – Ulen, Thomas*: Law and economics. 2nd ed. Reading 1996.
- Copeland, Tom – Koller, Tim – Murrin, Jack*: Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2nd ed. New York 1995.
- Dasgupta, Partha*: Trust as a Commodity. Teoksessa Gambetta, Diego (ed.): Trust: Making and Breaking Cooperative Relations. Oxford 1990. 51–59.
- Dietrich, Michael*: Transaction Cost Economics and Beyond – towards a new economics of the firm. London 1994.
- Dooley, Michael P.*: Fundamentals of Corporate Law. 1995.

- Dotevall, Rolf*: Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Malmö 1989.
- Dugdale, A. M. – Stanton, K. M.*: Professional negligence. Worcester 1989.
- Dutta, Sunil – Nelson, Jacob*: Shareholder Litigation and Market Information: Effects of the Endorsement of the Fraud-on-the-Market Doctrine on Market Information. University of California. March 1997. <http://papers.ssrn.com>.
- Duxbury, Neil*: Patterns of American Jurisprudence. Avon 1995.
- Dworkin, Ronald*: Sovereign Virtue. Cambridge 2000.
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.*: Mandatory Disclosure and the Protection of Investors. 70 Virginia Law Rev. 1984. 681 ss.
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.*: Contract and Fiduciary Duty. 36 Journal of Law & Economics. 1993. 425–437.
- Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.*: The Economic Structure of Corporate Law. Cambridge 1998.
- Eggertsson, Thráinn*: Economic Behavior and institutions. New York 1990.
- Ekholm, Anders – Pasternack, Daniel*: The Negative News Treshold – an Explanation for Negative Skewness in Stock Returns. Teoksessa Ekholm, Anders: Essays on Stock Market Reactions to New Information. Ekonomi och samhälle. Skrifter utgivna vid Svenska handelshögskolan. Helsingfors 2002. 105–123.
- Ekholm, Bo-Göran – Troberg, Pontus*: Oikeat ja riittävät tiedot – käsite määriteltynä. Tilintarkastus 5/1995. 343–346.
- Encyclopædia Iuridica Fennica I*. Suomalainen oikeustietosanakirja. Varallisuus- ja yritysoikeus. Jyväskylä 1994.
- Fama, Eugene*: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. 25 J of Finance. 1970. 383 ss.
- Foster, G.*: Briloff and the capital market. Journal of Accounting Research 17 (1), 262–274.
- Frände, Dan*: Asianomistajasta ja näennäisasianomistajasta. SLY A-sarja 168. Helsinki 1986.
- Galanter, Mark*: Justice in many rooms. 19 Journal of Legal Pluralism. 1981. 1–47.
- Gluckman, Max*: Gossip and Scandal. Current Anthropology 4. 1963. 307–316.
- Gordon, Jeffrey N. – Kornhauser, Lewis A.*: Efficient Markets, Costly Information and Securities Research, NYU Law Rev. Vol. 60. 1985. 761–849.
- Gower, L.C.B.*: Gower's Principles of Modern Company Law (4th ed.) London 1979.
- Grönfors, Kurt*: Avtalsgrundande rättsfakta. Stockholm 1993.
- Gulati, Mitu*: When Corporate Managers Fear a Good Thing is Coming to an End: The Case of Interim Disclosure. 46 UCLA Law Rev. 1999. 675 ss.
- Haim, Levy – Sarnat, Marshall S.*: Capital Investment and Financial Decisions. 5th ed. Essex 1999.
- Halila, Heikki*: Oikeustoimi, oikeustoimen pätemättömyys. Kommentti LM 1986. 132–141.
- Halila, Heikki*: Rakennuttajan tiedonantovelvollisuudesta rakennusurakassa. Vammala 1981.
- Halila, Heikki – Hemmo, Mika*: Sopimustyytit. Jyväskylä 1996.
- Halila, Heikki – Tepora, Jarno*: Esisopimus. Teoksessa Encyclopedia Iuridica Fennica I. Varallisuus- ja yritysoikeus. Helsinki 1994. 140–144.
- Hamilton, R. W.*: Cases and Materials on Corporations including Partnerships and Limited Partnerships. 5th ed. St. Paul, Minn. 1994.
- Hanson, Jon D. – Kysar, Douglas A.*: Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation. NY Law Rev. Vol. 74. 1999. 630–749.
- Haspeslagh, Philippe – Jemison, David B.*: Managing Acquisitions. New York 1991.
- Haussila, Petri*: Yhtiön ja yhtiön johdon velvollisuudet ja vastuu arvopaperimarkkinoilla. Teoksessa Aalto-Setälä, Ilkka (et al.): Yrityksen ja yhteisön vastuuriskit. Pieksämäki 2002. 245–317.

- Havansi, Erkki*: Panttioikeus osakkeeseen. Ensimmäinen osa. Vammala 1979.
- Havansi, Erkki*: Esinevakuusoikeudet. Jyväskylä 1992.
- Healy, Paul M. – Palepu, Krishna G.*: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature. 31 *Journal of Accounting and Economics*. 2001. 405–440.
- Hedley, Steve*: Quality of Goods, Information and the Death of Contract. *J of Business Law*. March 2001. 114–125.
- Heinonen, Keijo*: Harhaanjohtavuus kaupallisesta alkuperästä. Helsinki 2002.
- Heinonen, Olavi (et al.)*: Rikosoikeus. Helsinki 2002.
- Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka*: Rikosten ajottelua. Teoksessa Heinonen, Olavi (et al.): Rikosoikeus. Helsinki 2002. 125–132.
- Hellmuth, Theodore H.*: Lender Liability and Fiduciary Obligation. 21 *Probate and Property*. ABA Section of Real Property, Probate and Trust Law. July/August 1989.
- Helminen, Marjut* (toim.): Journalismi: Sananvapaus ja etiikka. Tampere 1993.
- Hemmo, Mika*: Vahingonkorvauksen määräytyminen sopimussuhteissa. Helsinki 1994.
- Herlin, Niklas*: Lihakirves ja leimakirves. Kirja konkurssista. Pieksämäki 2001.
- Hertzen, Hannu von*: Sopimusneuvottelut. Helsinki 1983.
- Hidén, Mikael*: Perusoikeuksien yleisiä kysymyksiä. Teoksessa Nieminen, Liisa (toim.): Perusoikeudet Suomessa. Helsinki 1999.
- Hidén, Paulus*: Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Vantaa 2002.
- Hiekkaranta, Juha-Veikko*: Toimeksisaajan velvollisuuksista eräissä kaupallisissa toimeksianto-sopimuksissa. Turku 1989.
- Hirschman, Albert O.*: Exit, Voice and Loyalty. Cambridge 1970.
- Honkapohja, Seppo*: Spekulaatio ja rahoitusmarkkinat. KOP Taloudellinen katsaus 4. 1990. 5–11.
- Hoppu, Esko – Routamo, Eero*: Suomen vakuutusoikeus. Jyväskylä 1990.
- Horibe, Masao – Middleton, John*: Japan. Teoksessa Campbell, Christian (ed.): International Media Liability. Civil Liability in the Information Age. Chichester 1997. 219–240.
- Hu, Henry T. C.*: Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investments. 38 *UCLA Law Rev*. 1990. 277–390.
- Huhtamäki, Ari*: Hyvästä tavasta arvopaperiemissiota liikkeellelaskettaessa. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Hyvän tavan vastaisuudesta. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. B. Muut kokoomateokset N:o 2. Turku 1993. 69–80. Huhtamäki 1993a.
- Huhtamäki, Ari*: Luotonantajavastuu. Jyväskylä 1993. Huhtamäki 1993b
- Hällström, Carl-Gustaf af*: Oikeat ja riittävät tiedot sekä pakolliset varaukset. Helsinki 1994.
- Häyrynen, Janne*: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus. Teoksessa Alvessalo, Anne – Lahti, Raimo (toim.): Kirjoituksia talousrikollisuudesta II. Poliisiammattikorkeakoulun tiedotteita 10/1999.
- Jennings, M. M. – Reckers, P. M. – Kneer, D. C.*: 12 Sec Reg L J 1985, 340. Sitaatti FASB: Statement of Financial Accounting Concepts No 2, "Qualitative Characteristics of Accounting Information". Stamford Conn (1980) § 132.
- Jensen, Michael C.*: A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. London 2000.
- Jolls, Christine – Sunstein, Cass R. – Thaler, Richard*: A Behavioral Approach to Law and Economics. 50 *Stanford Law Rev*. 1998. 1471 ss.
- Joutsamo, Kari*: Trust – oikeushenkilö sui generis. Teoksessa Kairinen, Martti – Kartio, Leena – Saarnilehto, Ari: Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928–5/11–1988. Turku 1988. 29–36.
- Jurisprudentia Turkuensis*. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta 1961–1986. Turku 1986.
- Kahan, Marcel*: Games, Lies, and Securities Fraud. *NYU Law Rev*. Vol. 67. Oct. 1992. 750–800.

- Kahan, Marcel – Klausner, Michael:* Path Dependence in Corporate Contracting: Increasing Returns, Herd Behavior, and Cognitive Biases. 74 Wash. U L Q 1996. 347–356.
- Kaisanlahti, Timo:* Hyvästä arvopaperimarkkinatavasta – erityisesti kurssimanipulaatiosta markkinoiden toimintaa silmälläpitäen. LM 1995. 1292–1305.
- Kaisanlahti, Timo:* Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999.
- Kaisanlahti, Timo:* Corporate governance ja valtio-omistajan kehittämistarpeet. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 25/2000. Omistajapolitiikan yksikkö.
- Kaisanlahti, Timo:* Valtion omistajaohjaus perusta ja välineet. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 4/2001. Omistajapolitiikan yksikkö.
- Kaisanlahti, Timo:* Osakkeen jakamattomuus ja osakkaan äänioikeuden perusta. Teoksessa Kannianen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Helsinki 1998. 81–101.
- Kannianen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka:* Oikeustaloustiede. Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa Kannianen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996. 11–45.
- Kanto, Antti – Tuovila, Olavi:* Informaation heijastuminen osakkeiden hintoihin. Teoksessa Malmkäki, Markku – Martikainen, Teppo (toim.): Rahoitusmarkkinat. Espoo 1990. 125 ss.
- Kaplow, Louis – Shavell, Steven:* Fairness versus Welfare. Cambridge 2002.
- Karlgrén, Hjalmar:* Passivitet. En köpsrättslig och allmänt avtalsrättslig studie. Stockholm 1965.
- Kartio, Leena:* Sopimus ja kolmas. Teoksessa Oikeustiede – Jurisprudentia XXX. Juhlaulkaisu Aulis Aarnio. Helsinki 1997. 152–163.
- Katz, Daniel – Kahn, Robert:* The Social Psychology of Organizations. New York 1978.
- Kleinman, Jan:* Ren förmögenhetsskada. Särskilt vid vilseledande av annan än kontraktspart. Stockholm 1987.
- Kobbernagel, Jan:* Konkurrencens retlige regulering I. Skrifter fra instituttet for salgsorganisation og reklame. København 1957.
- Koivistoinen, Kari:* Yritystoston onnistuminen – Yritystoston onnistumisen selitysmalli ja sen empiirinen koettelu. HKKK B 93. 1989
- Koivunen, Hannele:* Hiljainen tieto. Keuruu 1997.
- Korobkin, Russel B.:* The Status Quo Bias and Contract Default Rules. 85 Cornell Law Rev. 1998. 608–631.
- Korobkin, Russel B. – Ulen Thomas S.:* Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics. 1999.
- Koski, Pauli:* Yritys- ja osakeyhtiöoikeus. Jyväskylä 1989.
- Koskinen, Pekka:* Rikosvastuun perusteet. Teoksessa Heinonen, Olavi (et al): Rikosoikeus. Juva 2002. 97–124.
- Kripke, Homer:* The Myth of the Informed Layman. 28 Business Lawyer. 1973. 631–638.
- Kripke, Homer:* The SEC and corporate disclosure. Regulation in Search for a Purpose. New York 1979.
- Kronman, Anthony:* Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts. Journal of Legal Studies. Volume VII (1) January 1978. 1–34.
- Kulti, Klaus:* Laki ja strateginen käyttäytyminen. Teoksessa Määttä, Kalle – Kannianen, Vesa (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2. Helsinki 1998. 27–50.
- Kurenmaa, Tero:* Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. SLY A-sarja 244. Jyväskylä 2003.
- Kurkela, Matti S. – Ståhlberg, Kaarina:* ”Due diligence” yrityskaupassa ja osakkeenomistajan oikeus saada tietoja. DL 1997. 914–920.
- Kuusi, Osmo:* Tietoyhteiskunnan alueellinen eteneminen Suomessa. Teoksessa Tietoyhteiskunta meissä: pelot, toiveet, teot. Joukkotiedotusteknologian tutkimusohjelma. Liikenneministeriön julkaisuja. Helsinki 1986. 150–164.

- Kvale, Steiner*: *InterViews: An introduction to Qualitative Research Interviewing*. Thousands Oaks 1996.
- Kågerman, Pontus*: *Värdepappersmarknadens regelsystem. Lagreglering, självreglering och etik*. Stockholm 2001.
- Laitinen, Erkki K.*: The Use of Information Contained In Annual Reports and Prediction of Small Business Failures. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 2. N:o 3. 1993. 155–176.
- Lang, Mark – Lundholm, Russel*: Voluntary disclosure during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? Working paper. 1997. University of Michigan. <http://papers.ssrn.com>.
- Langevoort, Donald C.*: Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms), 146 *U. Penn. L. Rev.* 1997. 101–172.
- La Porta, Rafael – Lopez-de-Silanes, Florencio – Schleifer, Andrei*: Corporate Ownership Around the World. *J of Finance*. April 1999. 471–517.
- Lappi-Seppälä, Tapio*: Seuraamukset. Rangaistuksen määrääminen. Teoksessa Heinonen, Olavi (et al): *Rikosoikeus*. Juva 2002. 361–406.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Nuutila, Ari-Matti*: Seuraamukset. RL 23: Liikenne rikokset. Teoksessa Heinonen, Olavi (et al): *Rikosoikeus*. Juva 2002. 829–839.
- Lash, Scott*: *Critique of Information*. Athenaeum Press 2002.
- Laurila, O. J.*: *Vilpillisestä mainonnasta*. Helsinki 1930.
- Leppiniemi, Jarmo*: Kirjanpitoa ja tilinpäätöstä koskevat lait uudistumassa. *Tilisanomat* 1992/4, 22–25.
- Leppiniemi, Jarmo*: Rahoituspäätösten markkinaperusteinen informaatiomekanismi. *Acta Academiae Oeconomicae Helsingiensis, Series A:44*. Helsinki 1985.
- Lev, B.*: *Financial Statement Analysis: A New Approach*. 1974.
- Lev, B. – Zarowin, P.*: The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37.1999. 353–386.
- Levy, Haim – Sarnat, Marshall*: *Capital Investment and Financial Decisions*. 4th ed. Hertfordshire 1990.
- Lindholm, Thomas – Hakoranta, Eeva*: Myyjän virhevastuusta ja kaupan kohteen tarkastuksesta yrityskaupassa. *DL* 1997. 75–92.
- Lämsineva, Pekka*: Perusoikeudet ja varallisuussuhteet. *SLY A-sarja* 235. Jyväskylä 2002.
- Löfmarck, Madeleine*: *Insiderbrott och svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige*. Stockholm 1988.
- Majala, Reino*: Kulttuurierot tilinpäätöskäytäntöjen yhtenäistymisen esteenä. *Tilintarkastus* 1991/3, 183–189.
- Manne, Henry G.*: Insider Trading and Property Rights in New Information. Teoksessa Dorn, James A. – Manne, Henry G. (eds.): *Economic Liberties and the Judiciary*. Fairfax 1987. 317–327.
- Manninen, Sami*: Perusoikeusuudistus ja uusi sananvapaussäännös. *Oikeus* 1995. 361–371.
- Manninen, Sami*: Sananvapaus ja julkisuus (PL 12 §). Teoksessa Hallberg, Pekka (et al.): *Perusoikeudet*. 1999, 387–417.
- Markowitz, Harry M.*: Portfolio Selection. *Journal of Finance* 1953. 77–91.
- McManus, John H.*: *Market-Driven Journalism: Let the Citizen Beware?* SAGE Publications 1994.
- Miettinen, Asko*: Liikkeenjohdon eettiset käsitykset. Mikä muuttui kymmenessä vuodessa. Helsinki 1994.
- Milgrom, Paul R.*: Good news and bad news: Representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics* 12. 1981. 380–391.
- Milgrom, Paul R. – Roberts, John*: *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, N.J. 1992.

- Mill, John Stuart*: On Liberty 60–61. 1859. London 1986.
- Muukkonen, P. J.*: Yhteistyösopimukset ja lojaliteettivelvollisuus. Helsinki 1975.
- Muukkonen, P. J.*: Sopimusoikeuden yleinen lojaliteettiperiaate. LM 1993. 1030–1048.
- Mäenpää, Olli*: Julkisuusperiaate. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Helsinki 2000.
- Mähönen, Jukka*: Lojalaisuus ja yhteisöoikeus. Teoksessa Kumpula, Anne (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio: 1938–30/8–1998. Turku 1998. 231–248.
- Mähönen, Jukka*: Tulo ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki 2001. Mähönen 2001a.
- Mähönen, Jukka*: Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Lojaliteettivelvollisuus ja tiedonantovelvollisuus. Teoksessa Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena: Varallisuus-oikeus. Juva 2001. 113–123. Mähönen 2001b.
- Mäkelä, Juha*: Velkojan tiedonantovelvollisuus takaajaa kohtaan. Helsinki 1999.
- Mäkinen, Lassi*: Väärä tai puutteellinen kuva. Tilintarkastus 5/1996. 407–408.
- Mäntysaari, Petri*: Arvopaperinvälittäjästä sijoitusneuvoja. Vantaa 2001.
- Määttä, Kalle*: Regulatory reform and innovations: Whether to trust the invisible hand or use the visible one? Sitra Report series 10. Helsinki 2001.
- Määttä, Kalle*: Oikeudellisen sääntelyn tutkimus – lastuja sääntelyteoriasta. Oikeus 2002. 132–142.
- Määttä, Seppo*: True and Fair View – Ajatuksia oikeista ja riittävistä tiedoista ja kuvasta erityisesti Suomessa käydyssä keskustelun valossa. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja 2000.
- Määttä, Tapio*: Maanomistusoikeus. Tutkimus omistusoikeusparadigmoista maaomaisuuden käytön ympäristöoikeudellisen sääntelyn näkökulmasta. SLY A-sarja 220. Helsinki 1999.
- Niiniluoto, Ilkka*: Todellisuus – onko sitä? Teoksessa Sana, Elina (toim.): Tieto-opista mediapeiliin – journalismin tutkimuksen näkökulmia. Porvoo 1995. 9–25.
- Noe, Christopher F.*: Voluntary disclosures and insider transactions. Journal of Accounting Research. 31. 1999. 305–327.
- North, Douglas C.*: Institutions, Institutional Change and Economic Performance. USA 1993.
- Nuotio, Kimmo*: Tieto, tahto ja oikeudellinen vastuu – perustavien kysymysten äärellä. Oikeus 2000. 15–35.
- Nuutila, Ari- Matti*: Rikosoikeudellinen huolimattomuus. Helsinki 1996.
- Näsi, Juha*: Yrityksen suunnittelun perusteet. Käsitteellismetodologiset rakenteet ja tieteenfilosofin tausta. Tampereen yliopiston yrityksen taloustieteen ja yksityisoikeuden laitoksen julkaisuja. Sarja A1: Tutkimuksia 15. Tampere 1979.
- Ogilvie, M.H.*: Banks, Advise Giving and Fiduciary Obligations. Ottawa Law Review 1985. 267 ss.
- Paine, Robert*: What is Gossip About? An Alternative Hypothesis. Man 2/1967. 278–285.
- Paukku, Eero – Rosendahl, Riikka*: Uutisshokki. Mediapeiliä oikeuden kentällä! Oikeus 2003. 60–64.
- Pellonpää, Matti*: Euroopan ihmisoikeussopimus. Helsinki 1991.
- Pirjatanniemi, Elina*: Ympäristöririkokset. Helsinki 2001.
- Pirsig, Robert M.*: Zen ja moottoripyörän kunnossapito. Porvoo 1986.
- Posner, Richard*: Economic Analysis of Law. 3rd ed. Boston 1992.
- Prittowitz, Cornelius*: Die Funktionalisierung des Strafrechts in der Risikogesellschaft. Frankfurt am Main 1993.
- Pöyhönen, Juha*: Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Vammala 1988.
- Pöyhönen, Juha*: Kohti uutta varallisuus-oikeutta. LM 1997. 527–560.
- Pöyhönen, Juha*: Korvausmallit vahingonkorvausoikeudessa. Teoksessa Oikeustiede – Jurisprudentia XXXII. Helsinki 1999. 297–372.
- Pöyhönen, Juha*: Oikeudellinen vastuu. Teoksessa Encyclopedia Iuridica Fennica VII. Oikeudenyleistieteet. Jyväskylä 1999. 605–607.

- Pöyhönen, Juha*: Uusi varallisuus oikeus. Helsinki 2000.
- Pöyhönen, Juha*: Oikeuden fenomenologiasta Adolf Reinachin mukaan. Teoksessa Tontti, Jarkko – Mäkelä, Kaisa (toim.): Filosofien oikeus II. Saarijärvi 2001. 71–88.
- Ramonet, Ignacio*: Median tyrannia. Vantaa 2001.
- Rapakko, Timo*: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki 1990.
- Rautio, Ilkka*: Arvopaperimarkkinarikokset. Teoksessa Heinonen, Olavi (et al): Rikosoikeus. Juva 2002. 1487–1510.
- Riistama, Veijo*: Oikeat ja riittävät tiedot meno–tulo-teorian näkökulmasta. Tilintarkastus 1996/1. (Riistama 1996a). 7–10.
- Riistama, Veijo*: Oikeat ja riittävät tiedot vai oikea ja riittävä kuva – riittäisikö hyvä kirjanpito tapa. Tilisanomat 1996/5. 14–19. (Riistama 1996b).
- Rissanen, Kirsti – Tiili, Virpi – Mäkinen, Pentti*: Markkinaoikeuden perusteet. Jyväskylä 1990.
- Rock, K.*: Why new issues are underpriced. J of Financial Economics. Vol 15. 1986. 157 ss.
- Ross, S. A.*: Disclosure regulation in financial markets: Implications of modern finance theory and signaling theory. Teoksessa Edwards, F. (ed.): Issues in financial regulation. 1978. 177–202.
- Rudanko, Matti*: Rakennuttajan myötävaikutushäiriöistä rakennusurakassa. SLY A-sarja 183. Vammala 1989.
- Rudanko, Matti*: Civil Law in the Securities Markets. Teoksessa Timonen, Pekka (toim.): Nordic Perspectives on European Financial Integration. 1992. 215 ss.
- Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki 1998. Rudanko 1998a.
- Rudanko, Matti*: Kauppaoikeuden kehityssuuntauksia II: kaupallisten oikeussuhteiden teoria. LM 1998. 68–89. Rudanko 1998b.
- Rudanko, Matti*: Juridiikka ja liikkeenjohdon strategiat. LTA 3/1999. 332–337.
- Ruoho, Kati*: Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. 115–147.
- Saarenpää, Ahti*: Verkko-yhteiskunnan oikeutta – johdatusta aiheeseen. Oikeus 2000. 3–14.
- Saarenpää, Ahti*: Oikeusinformatiikka. Teoksessa Haavisto, Risto (toim.): Oikeusjärjestys 2000. Osa I. 2. täydennetty painos. Lapin yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja. Sarja C 31. Rovaniemi 2002. 1–59.
- Saarnilehto, Ari*: Sopimustyypeistä. Takaos. Teoksessa Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena: Varallisuus oikeus. Juva 2001. 1115–1138.
- Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena*: Varallisuus oikeus. Juva 2001.
- Saarnio, Antti – Puttonen, Vesa – Eronen, Anne*: Omistajalähtöinen johtaminen. Porvoo 2000.
- Salonen, Aki*: Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Vantaa 2000.
- Samuelsson, Per*: Information och ansvar. Göteborg 1991.
- Sandberg, Catarina af*: Prospektansvaret. Uppsala 2001.
- Saraviita, Ilkka*: Perustuslaki 2000. Kommentaariteos uudesta valtiosäännöstä Suomelle. Helsinki 2000.
- Savela, Ari*: Hostile Takeovers and Directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union. Saarijärvi 1999.
- Schadewitz, Hannu*: Financial and nonfinancial information in interim reports. Determinants and Implications. Helsinki School of Economics A:124. Helsinki 1997.
- Schanze, Erich*: Potential and Limits of Economic Analysis. 1986.
- Schauer, Frederick*: Uncoupling free speech. Columbia L Rev 1992. 337–373.
- Schroeder, Jeanne L.*: The End of the Market: A Psychoanalysis of Law and Economics. Harvard Law Rev. Vol. 112. 1998. 483–558.
- Seligman, J.*: The Historical Need for a Mandatory Corporate Disclosure System. 9 J of Corp. Law, 1. 1983.

- Sherman, Brad – Bently, Lionel*: Making of modern intellectual property law the British experience, 1760–1911. Cambridge 1999.
- Sillanpää, Matti J.*: Julkisesta ostotarjouksesta III. DL 1992. 643–674.
- Sillanpää, Matti J.*: Julkisesta ostotarjouksesta. Jyväskylä 1994.
- Siltala, Raimo*: H. L. A. Hart oikeusfilosofina. Teoksessa Tontti, Jaakko – Mäkelä, Kaisa (toim.): Filosofien oikeus 2. SLY E-sarja N:o 3. Saarijärvi 2001. 131–145.
- Simon, Herbert*: Rationality in Psychology and Economics. Teoksessa Hogarth, Robin M. – Reder, Melvin (eds.): The Behavioral Foundations of Economic Theory, Supplement for Journal of Business, Vol. 59. 1986. 209–224.
- Skinner, Douglas J.*: Why firms voluntarily disclose bad news. Journal of Accounting Research 32. 1994. 38–61.
- Smith, Gabriel*: Non-Disclosure of Material Facts, Journal of Business Law. 1958. 259–267.
- Steinberg, Marc I.*: Insider Trading, Selective Disclosure And Prompt Disclosure: A Comparative Analysis. University of Pennsylvania Journal of International Economic Law. Vol. 22. No. 3. 635–676. Steinberg 2001a.
- Steinberg, Marc I.*: Understanding securities law. 3th ed. Lexis Publishing 2001. Steinberg 2001b.
- Stigler, George J.*: Perfect Competition, Historically Contemplated. Teoksessa Mansfield, Edwin (eds.): Microeconomics: Selected Readings. New York 1971. 324 ss.
- Streng, Adolf V.*: Latinalais-suomalainen sanakirja. Turku 1955.
- Strätz, Hans-Wolfgang*: Treu und Glauben. Paderborn 1974.
- Sunstein, Cass R. – Kahneman, Daniel – Schkade, David – Ritov, Ilana*: Predictably Incoherent Judgments. John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 131 (2nd series). <http://papers.ssrn.com> 2001.
- Sveiby, Karl Erik*: Valta ja johtaminen asiantuntijaorganisaatioissa. Jyväskylä 1990.
- Tabak, David – Dunbar, Frederik*: Materiality and Magnitude: Event Studies in the Courtroom. Päiväämätön. <http://papers.ssrn.com>.
- Tala, Jyrki*: Kuluttajansuojaja ja sopimusvapaus: sopimuskäyttötymisen ohjausmenetelmiä kuluttajansuojalainsäädännössä. Helsinki 1978.
- Tammi-Salminen, Eva*: Sopimus, kompetenssi ja kolmas. Varallisuus oikeudellinen tutkimus negative pledge -lausekkeiden sivullisistovuudesta. SLY A-sarja 227. Helsinki 2001.
- Taxell, Lars Erik*: Ansvar och ansvarsfördelning i aktiebolag. Acta Academiae aboensis. Humaniora XXVII.2. Åbo 1963.
- Taxell, Lars Erik*: Om lojalitet i avtalsförhållanden. DL 1977. 149–150.
- Taxell, Lars Erik*: Köplagen: några riktlinjer. Åbo 1991.
- Telaranta, K. A.*: Erehdys oikeustoimiopin perusongelmana. SLY A-sarja 63. Vammala 1960.
- Teweless, Richard J. – Bradley, Edward S.*: The Stock Market. A revision or earlier editions by the late George L. Leffler and Loring C Farwell. 5th ed. New York 1987.
- Thaler, Richard H.*: The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life. 1992.
- Tiili, Virpi*: Harhaanjohtava mainonta. Markkinaoikeudellinen tutkimus mainonnan totuusperiaatteen sisällöstä. SLY A-sarja 138. Vammala 1979.
- Tiilikka, Päivi*: Päätoimittajan ja toimittajan vahingonkorvausvastuu. Julkaisematon OTL-opin näytetyö. Helsingin yliopisto 2000.
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Jyväskylä 1997.
- Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede – mitä se on? LM 1998. 100–114.
- Timonen, Pekka*: Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere 1996. 129–159.
- Timonen, Pekka*: Corporate governance: Instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Jyväskylä 2000.
- Tirkkonen, Tauno*: Suomen prosessioikeus pääpiirteittäin. Porvoo 1969.

- Toiviainen, Heikki:* Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Jyväskylä 2002.
- Toiviainen, Heikki:* Toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Jyväskylä 1992.
- Tolonen, Hannu:* Luonto ja legitimaatio. Vammala 1984.
- Tolonen, Hannu:* Korko, raha ja sopimus. Jyväskylä 1992.
- Tolonen, Hannu:* Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Yleisten periaatteiden merkitys ja niiden yhteensovittaminen. Teoksessa Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena: Varallisuus-oikeus. Juva 2001. 129–146.
- Tolonen, Juha:* Tieteidenvälisyys oikeustieteessä. Teoksessa Lahti, Raimo – Rehbinder, Maria (toim.): Oikeustieteen tila ja tulevaisuus. Raportti ensimmäisistä oikeustieteen päivistä 1984. Vaasa 1985. 33–48.
- Tolonen, Juha:* Taloudellinen vaihdanta. Teoksessa Kairinen, Martti – Kartio, Leena – Saarnilehto, Ari: Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928–5/11–1988. Turku 1988. 195–205.
- Tolonen, Juha:* Sosiaalisen sopimusoikeuden mahdollisuus yhdistyvässä Euroopassa. Oikeus 1994. 253–265.
- Tolonen, Juha:* Oikeustiede tieteenä. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): Minun metodini. Porvoo 1997. 298–310.
- Trueman, Brett:* Why do managers voluntarily release earnings forecasts? Journal of Accounting and Economics 8. 1986. 53–72.
- Trueman, Brett:* Managerial disclosures and shareholder litigation. Review of Accounting Studies, 1. 1997. 181–199.
- Tuominen, Pekka:* Yritysten avoimuuspolitiikka ja sen kehitys. Turun kauppakorkeakoulun julkaisuja. Sarja A–1. Turku 1991.
- Tuomola, Kari:* Arvopaperimarkkinarikosten erityiskysymyksiä. Teoksessa Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Turku 2001. 259–290.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel:* Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases. Teoksessa Kahneman, Daniel – Slovic, Paul – Tversky, Amos (eds.): Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases 3. 1982.
- Vahtera, Pauli:* Mitä tilinpäätös ei kerro. Tilisanomat 1988/1. 22–31.
- Vainio, Pekka:* Sopimuksen monenvälisyyden perusajatusta etsimässä. Teoksessa Annola, Vesa – Herler, Brita (toim.): Oikeustieteen rajoja etsimässä. Juhlajulkaisu Juha Tolonen 15.4.2001. Turku 2001. 247–263.
- Valtonen, Mato:* Noh, sano naakka ku nokka katkes. Jyväskylä 2001.
- Watts, Ross L. – Zimmerman, Jerold L.:* Positive Accounting Theory. New Jersey 1986.
- Weisbach, Michael S.:* Outside directors and CEO turnover. 20 Journal of Financial Economics. 1988. 431–460.
- Welch, Ivo:* Seasoned offerings, Imitation costs and the Underpricing of Initial Public Offerings, Journal of Finance vol 44, 1989. 421 ss.
- Wheeler, Sally – Shaw, Jo:* Contract Law. Oxford 1994.
- Wienert, H:* Regulation and industrial competitiveness: A perspective for regulatory reform. Paris 1997.
- Wikström, Kauko:* Ohjaaminen oikeusnormeilla. Teoksessa Kumpula, Anne (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio 1934 – 30/8 – 1998. Turku 1996. 406 ss.
- Wilhelmsson, Thomas:* Social civilrätt: om behovsorienterade element i kontraktträttens allmänna läror. Helsinki 1987.
- Wilhelmsson, Thomas:* Suomen kuluttajansuojajärjestelmä. Yleinen osa. Suom. Virpi Salomaa. Helsinki 1991.
- Wilhelmsson, Thomas:* Vakiosopimus. 2. Painos. Tampere 1995.
- Wilhelmsson, Thomas:* Senmodern ansvarsrätt. Jyväskylä 2001.

- Wilhelmsson, Thomas*: (Media)julkinen oikeudenkäynti moraalikeskustelun tilana. *Oikeus* 2002. 252–264.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Ulottuuko perusoikeuksien vaikutus yksityisoikeudellisiin oikeussuhteisiin? Teoksessa *Juhlajulkaisu Allan Huttunen 1928 – 5/11 – 1988*. Turku 1988. 273–279.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeuksien rajoitusedellytykset. Vantaa 2001.
- Viljanen, Veli-Pekka*: Perusoikeuksien soveltamisala. Teoksessa *Hallberg, Pekka (et al): Perusoikeudet*. Juva 1999. 111–156.
- Villa, Seppo*: Julkisen osakeyhtiön tiedonantovelvollisuus. Teoksessa *Kumpula, Anne (toim.): Juhlajulkaisu Leena Kartio 1934 – 30/8 – 1998*. Turku 1998. 383–398.
- Williamson, Oliver E.*: *The Mechanism of Governance*. New York 1996.
- Williamson, Oliver E.*: *The Economic institutions of capitalism – Firms, markets and relational contracting*. New York 1987.
- Virtanen, Kalervo*: Yritystoston suunnittelu prosessina. *Acta Academiae Oeconomicae Helsinkiensis, Series A* 31. 1979.
- Wist, Tarja – Oker-Blom, Max – Pöntynen, Inga*: Due diligence med hänsyn till aktiebolags-, värdepappersmarknads- och konkurrensrättsliga aspekter. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland*. 2001. 426–451.
- Ying, Yeo Hwee*: Common Law Materiality – an Australian Alternative. *Journal of Business Law* 1990. 97–109.
- Ämmälä, Tuula*: Sopimustyypeistä. Omistajanvaihdossopimukset. Irtaimen esineen luovutus. Teoksessa *Saarnilehto, Ari – Hemmo, Mika – Kartio, Leena: Varallisuus oikeus*. Juva 2001. 831–912.
- Ämmälä, Tuula*: Lojaliteettiperiaatteesta eräiden sopimustyyppien yhteydessä. Teoksessa *Saarnilehto, Ari (toim.): Lojaliteettiperiaatteesta. Vastapuolen edun huomioonottamisesta eri oikeuden aloilla*. Turku 1994. 3–50.

Virallislähteet

- HE 157/1988*. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
- HE 317/1992*. Hallituksen esitys Eduskunnalle Euroopan talousalueesta tehdyn sopimuksen johdosta tehtävistä muutoksista Suomen valtiosääntöön.
- HE 293/1994*. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinariokoksia koskevilla säännöksillä.
- HE 44/2002*. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.
- Kirjanpitolautakunnan yleisohje valtiovarainministerin päätöksessä (390/1999) tarkoitettun tilinpäätöksen, tilinpäätöstiedotteen ja osavuositarkastuksen laatimisesta 17.12.1999.
- Komiteanmietintö 1987:44*. Arvopaperikaupakomitean I osamietintö: Arvopaperimarkkinalaki. Suunnatut annit.
- Komiteanmietintö 1989:36*. Sijoittajansuoja arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperikaupakomitean II osamietintö.
- Komiteanmietintö 1991:48*. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö.
- Komiteanmietintö 1990:20*. Oikeustoimilakitoimikunnan mietintö.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY (28.5.2001) arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvistä tiedonantovelvollisuuksista.
- PeVM 25/1994*. Perustuslakivaliokunnan mietintö n:o 25 hallituksen esityksestä perustuslakien perusoikeussäännöksen muuttamisesta.

SEC: A Plain English Handbook

Arvopaperimarkkinarikokset. Rikoslakiprojektin ehdotus. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1993.

Rahoitustarkastuksen kannanotto K/42/2002/PMO

Rahoitustarkastuksen lausunto 9.3.2001, V8

SOU 1947:60. Förslag till tryckfrihetsförordning

SOU 1973:60. Fondbörsen

SOU 1989:72. (Del 1) Värdepappersmarknaden i framtiden

SOU 1994:17. (Del 1) Års- och koncernredovisning enligt EG-direktiv. Delbetänkande av Redovisningskommittén.

Tukholman pörssin säännöt 2001

BAWe-Deutsche Börse Insider Trading Prohibitions

Kotimaiset oikeustapaukset

Espoon KäO 00/4894	143av296–297, 254av534
Helsingin KäO 30.6.2000, 00896	192av385
Helsingin KäO 29.6.2001, 00/19812	172av353
Helsingin KäO 25.3.2003, 03/338	316av648
Helsingin HO 29.4.1992 (S91/29 No 1346)	226av480
Helsingin HO 17.11.2003 (S01/2784)	159
KHO 1997:132	246av516
KKO 1935–II–374	152
KKO 1985–II–58	319
KKO 1986–II–29	240
KKO 1990:73	335av697
KKO 1991:75	335av697
KKO 1991:79	243
KKO 1992:50	335av697
KKO 1993:41	214
KKO 1994:101	364
KKO 1997:185	370
KKO 1999:32	238
KKO 1999:80	251av530
KKO 2000:82	379

Kotimaiset tutkintapöytäkirjat

Helsingin kihlakunnan poliisilaitos, Talous- ja omaisuusrikosyksikkö. Esitutkintapöytäkirja 19.3.2001, Nro 6070/RTO/116154/00	274av577

Pohjoismaiset oikeustapaukset

Svea hovrätt Dom T 70/98, 99–03–12

372av790

Muut ulkomaiset oikeustapaukset

Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States (406 U.S. 128, 154, 1972)	193av396
Billard v. Rockwell International Corp., 683 F. 2 nd 51 (2 nd Cir. 1982)	270av565
Carter v. Boehm (1766) 3 Burr, 1905, 97 E.R., 1164	205av430
Elkind v. Liggett & Myers, Inc. 635 F. 2 nd 156, 163 (2 nd Cir 1980)	245av515
Gertz v. Robert Welch, Inc. 418 U.S. 323 (1974)	383av843
Grant v Australian Knitting Mills Ltd. (1936) A.C.85	355av751
Hedley Byrne [1964] A.C.465	365av770
Integrated Resources Real Estate Ltd Patnrships Securities Litigation, 815 F. Supp. 620, 674 (S.D.N.Y. 1993)	104av200
Raab v. General Physics Corp, 4 F. 3 rd 286, 288 (4 th Cir. 1993)	245av514
SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2 nd 833 (2 nd Cir. 1968), cert.den. 394 U.S. 976 (1969)	173av356
State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp., 654 F. 2 nd 843, 850 (2 nd Cir. 1981)	245av514
TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976)	201av422
Vacwell Engineering Co. Ltd v. B.D.H. Chemicals [1971] 1 Q.B. 80 (Rees J.), 111 (C.A.)	355av750

Itsesääntelytapaukset

Helsingin pörssin kurinpitolautakunta	Jippii Group -tapaus	103
Helsingin pörssin kurinpitolautakunta	QPR Software -tapaus	104av198, 230
Helsingin pörssin kurinpitolautakunta	Componenta-tapaus	150
JSN kantelu 3007/YLE/01	Soneran UMTS-tapaus	168
Oslo pörssin børsklagenemnda	Vital-tapaus	209
Tukholman pörssin hallituksen pöytäkirja 1.10.1981 §3		271

Yhtiöiden tiedotteet

Aldata Solution Oyj:n pörssitiedote 26.9.2001: *Aldata alentaa vuoden 2001 kasvu- ja kannattavuusennustettaan*

Jaakko Pöyry Group Oyj:n pörssitiedote 26.9.2001: *Jaakko Pöyry Groupin tulosenmuste vuodelle 2001*

Kone Oyj:n pörssitiedote 20.5.2002: *KONE on jättänyt valtiolle tarjouksen Partekin osakkeista*

Kone Oyj:n pörssitiedote 26.6.2003: *KONEen traktori- ja metsäkoneliiketoiminnoille haetaan uusia omistajia*

Kone Oyj:n pörssitiedote 10.9.2003: *KONE myy Valtran yhdysvaltalaislle AGColle*

Nokian Renkaat Oyj:n pörssitiedote 29.7.1998: *Nokian Renkaat ja Lukoil tutkivat jakeluyhteistyötä*

Nokian Renkaat Oyj:n pörssitiedote 11.9.1998: *Nokian Renkaat sopeutuu Venäjän tilanteeseen siirtämällä vientiä länteen*
 Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 28.9.2000: *Outokumpu asemoi itsensä uuteen kasvuun*
 Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 28.9.2000: *Outokumpu ja Avesta Sheffield muodostavat uuden johtavan jaloteräsyhtiön*
 Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 1.7.2002: *Outokumpu hankkii AvestaPolaritin kokonaan omistukseensa*
 Oyj Leo Longlife plc:n pörssi-ilmoitus 24.9.2001: *Kirje osakkeenomistajille*
 Pohjola Oyj:n pörssitiedote 16.9.2002: *Pohjola, Suomi ja säästöpankit yhteistyöhön – uusi pankki pääkaupunkiseudulle*

Muut

Financial Accounting Standards Board, FASB: Discussion Memorandum. "Criteria for Determining Materiality". Stamford Conn. 1975.
 Hyvä käyttäytyminen arvopaperimarkkinoilla. Valtiovarainministeriön työryhmämuistio 21/1998. Rahamarkkinaosaston julkaisuja.
 Hyvä tapa. Oikeusperiaatteet ja oikeuskäytäntö tutkimusprojektin seminaarin 12.11.1992 alustukset.
 IAS-sääntelyryhmän loppuraportti. KTM:n työryhmä- ja toimikuntaraportteja. 9/2003. Elinkein-osasto.
 Jauhiainen, Jyrki: Olennaisuuden arviointikriteerit. Arvopaperimarkkinalaki -seminariesitelmä 1989. Julkaisematon moniste.
 Leskinen, Markku: Mihin itsesääntelyä enää tarvitaan? Julkaisematon esitelmä Julkisen Sanan Neuvoston seminaarissa 23.10.2001. Moniste.
 Lewitt, Arthur: Between caveat emptor and caveat venditor: The middle ground of litigation reform. 22nd annual securities regulation institute, Conference Paper. San Diego, 25.1.1995.
 Nissinen, Marjatta: Understanding Investors' Time Perspective and Language. 4th Nordic Investor Relations Conference 2.10.2002, Oslo. Nokia. Julkaisematon luento.
 Salo, Aappo: Arvopaperimarkkinalain 6 luvun mukainen julkinen ostotarjous ja vahingonkorvausvelvollisuus (julkaisematon OTK-opinnäytetyö Lapin yliopisto).
 Tiedonvälityksen eettisiä ongelmia. Kirkon yhteiskunnallisen toimikunnan asettaman työryhmän muistio.

Lehtiartikkelit

Dagens Industri 26.6.2002:	<i>Börs-VD:ar: Styrelsen inte lojal</i>
Helsingin Sanomat 18.1.1998:	<i>Medialle ankarampia rangaistuksia</i>
Helsingin Sanomat 7.3.1997:	<i>Pörssi-yhtiö voi myös valehdella</i>
Helsingin Sanomat 3.12.1999:	<i>Raisio hioo tiedotuspolitiikkaansa</i>
Helsingin Sanomat 14.7.2000:	<i>Hopeaprikin löytäjistä tutkintapyyntö poliisille</i>
Helsingin Sanomat 27.12.2001:	<i>Pörssisotkut seuraavat toisiaan</i>
Helsingin Sanomat 23.3.2002:	<i>Hyviä uutisia rahankeruun aikaan</i>
Helsingin Sanomat 23.3.2002:	<i>Pohjola saattaa perustaa pankin</i>
Helsingin Sanomat 18.4.2002:	<i>Ei savua ilman tulta</i>
Helsingin Sanomat 26.4.2002:	<i>Tylykkäästi suu kiinni</i>
Helsingin Sanomat 16.5.2002:	<i>Jippii leikkaa taas rajusti henkilöstöään</i>

Helsingin Sanomat 29.5.2002:	<i>Vodafone piristi verkkovalmistajia</i>
Helsingin Sanomat 30.5.2002:	<i>otsikoimaton oikaisu</i>
Helsingin Sanomat 14.9.2002:	<i>Hackman vahvisti asemia Ruotsin kodintuotteissa</i>
Helsingin Sanomat 11.10.2002:	<i>Sonera etsi tiedon vuotajia salaisten operaatioiden avulla</i>
Helsingin Sanomat 7.8.2003:	<i>Paanasten perhe myymässä Eimon</i>
Helsingin Sanomat 22.8.2003:	<i>Poikkeuksellisesti totta</i>
Kauppalehti 25.3.1999:	<i>Piilotteleeko Sonera huonoja uutisia?</i>
Kauppalehti 24.11.1999:	<i>Sorry vaan, mutta poskelleen menee</i>
Kauppalehti 3.12.1999:	<i>Raision tulokin sulaa</i>
Kauppalehti 16.11.2001:	<i>Castrumin lunastushinnasta syntyi kiista</i>
Kauppalehti 18.3.2002:	<i>Tästä ei puutu enää kuin pankki</i>
Kauppalehti Extra 5.11.2001:	<i>Pörssitiedotteilla pyritään harhauttamaan</i>
Kauppalehti Extra 15.4.2002:	<i>Mainonta nosti H&M:n pörssikurssia</i>
Suomen Kuvalehti 18.1.2002:	<i>Roger Talermo: Amerin pelastaja</i>
Talouselämä 23.11.2001:	<i>Tietoenator juuttui Pohjolaan</i>
Taloussanomat 27.03.2001:	<i>Norvestian yhtiökokous käsitteli tarkastusraporttia</i>
Taloussanomat 6.2.2002:	<i>Soneran pörssitiedottaminen ollut riittävää</i>
Veckans Affärer 15.3.1999:	<i>Volvochef med rätt att ljuga</i>

Kaaviot ja taulukot

Kaavio 1.	Sallitun ja kielletyn rajanveto	56
Kaavio 2.	Tavallinen dynaaminen ja itseään seuraava järjestelmä	81
Kaavio 3.	Pistekäsitys tiedonantovelvollisuudesta	86
Kaavio 4.	Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvien tietojen julkistamisen ja julkistamatta jättämisen odotettavissa olevat hyödyt	126
Kaavio 5.	Tiedotuskäytävän valinta-alue	184
Kaavio 6.	Sijoittajan perusteltujen odotusten jatkumo	296
Kaavio 7.	Lojaali käyttäytyminen erimielisyyden kasvaessa organisaatiota kohtaan	332
Taulukko 1.	Tiedotuslajin tuomat edut, oikeudet ja velvollisuudet	79
Taulukko 2.	Tiedottamisen kannusteet ja keinot arvopaperimarkkinoilla	122

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki
DL	Defensor Legis
HAOS	Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan säännöt
HE	Hallituksen esitys
HKKK	Helsingin kauppakorkeakoulu
J of Corp Law	Journal of Corporation Law
J of Finance	Journal of Finance
KILA	Kirjanpitolautakunta
KL	Kauppalaki
KM	Komiteanmietintö
KSL	Kuluttajansuojalaki
LM	Lakimies
LTA	Liiketaloudellinen Aikakauskirja
NYU Law Rev	New York Law Review
Rata	Rahoitustarkastus
RTL	Rahoitustarkastuslaki
SaVL	Sananvapauslaki
SLY	Suomalainen Lakimiesyhdistys
SOU	Statens Officiella Undersökningar (Ruotsi)
STT	Suomen Tietotoimisto
TakL	Takauslaki
TallPL	Talletuspankkilaki
U Penn. Law Rev	University of Pennsylvania Law Review
VakSopL	Vakuutusopimuslaki
Wash U L Q	Washington University Law Quarterly

OSA I JOHDANTO

1 Tutkimustehtävä

1.1 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN TEHTÄVÄT JA YHTEISKUNNALLISET TAVOITTEET

Yhteiskunnan aineellinen hyvinvointi perustuu sen kokonaisvarallisuuteen. Arvopaperimarkkinat palvelevat yhteiskunnan kokonaisvarallisuuden kasvattamista ohjaamalla pääomavirtoja, jakamalla riskejä ja helpottamalla yhtiöiden tarkkailua.¹ Yksilötasolla ne jaksottavat kulutusta. Kukin yksilö voi säästää hyvinä vuosina ja rahoittaa säästöillä seuraavien vuosien menojaan. Pääomamarkkinat helpottavat tätä suunnittelua tarjoamalla säästämiskohteita, sijoitusmahdollisuuksia ja ohjaamalla varoja säästämisestä investointeihin.² Näin yhtiöt saavat käyttöönsä pääomaa, jota voidaan sijoittaa edelleen esimerkiksi uusien tavaroiden tai palvelusten tuottamiseen. Markkinat saattavat yhteen pääomaa tarvitsevat tahot ja ne, jotka haluavat sijoittaa varojaan. Sijoittajat hankkivat arvopapereita, joiden myynti- tai tuottoarvon nousuun he uskovat. Ihannetilanteessa sijoitukset ohjautuvat kannattavaan, hyvin hoidettuun toimintaan, koska siihen liittyvien arvopaperien uskotaan antavan riskin huomioon ottaen korkeamman tuoton.³

Kun yhteiskunnan varallisuus on aina rajallista, on tärkeää, että varat ohjautuvat kannattaviin kohteisiin mahdollisimman edullisin kustannuksin. Näin yhteiskunnan kokonaishyöty on mahdollisimman suuri. Siksi jokainen turha kustannus tai viive maksaa yhteiskunnalle. Keskeinen kustannus ja kaupankäynnin hidaste arvopaperimarkkinoilla on oikean ja riittävän tiedon saanti yhtiöstä, markkinoista ja hinnoista. Jos tietoa ei ole saatavissa ajoissa tai jos se on väärää, osa sijoittajien ja samalla yhteiskunnan varoista ohjautuu vähemmän kannattaviin kohteisiin. Sijoittajat voivat myös vetäytyä kokonaan arvopaperimarkkinoilta. Silloin kaikki menettävät. Siksi yhteiskunnan intressissä on valvoa ja huolehtia, että tiedot ovat oikeita ja riittäviä ja että kaikilla on yhtäläiset mahdollisuudet kaupankäyntiin. Tähän perustuva luottamus on arvopaperimarkkinoiden keskeinen toimintaedellytys.

Tavoitteisiin ei päästäisi ilman yhtiöille asetettua tiedonantovelvollisuutta. Jos yhtiön antamat tiedot ovat virheellisiä tai puutteellisia, sijoittajien luottamus markkinoiden puolueettomuuteen ja hinnanmuodostukseen heikkenee.

¹ KM 1987: 44, 30–31. *Timonen* 1997, 186 ss.

² *Samuelsson*, 17.

³ HE 157/1988, 3.

Joku voi kärsiä taloudellista vahinkoa. Kärsineitä osapuolia ovat tällöin myös yhtiöt itse ja lopulta koko yhteiskunta, koska kansantalouden varat eivät enää kohdistukaan kannattaviin kohteisiin.

Arvopaperimarkkinoilla liikkuva tieto on kuitenkin osoittautunut niin arvokkaaksi, että tietoja ovat alkaneet tuottaa myös muut kuin yhtiöt. Tiedot itsessään ovat tulleet kaupankäynnin kohteeksi. Kun tietoja tuotetaan yhtiöiden ulkopuolella, on arvopaperimarkkinoihin vaikuttavaa tietoa tarkasteltava yhteiskunnassa kokonaisuutena. Mitä enemmän kaikkeen informaatioon luotetaan, sitä enemmän sijoittajat voivat tehdä itsensä kannalta hyviä kauppvoja, koska heidän ei tarvitse nähdä vaivaa tietojen tarkistamisessa. Yhteiskunnan näkökulmasta olisikin hyväksi se, että kaikki arvopaperimarkkinoilla oleva tieto olisi oikeaa. Jos jokin osapuoli häiritsee kaupankäyntiä väärillä tiedoilla, vaikutus voi näkyä välittömästi ja aiheuttaa suuria menetyksiä sijoittajille ja koko yhteiskunnalle.

Riski on siinä, että arvopaperisijoitusten arvo voi laskea. Arvopaperit voivat menettää jopa kokonaan arvonsa. Jotta näin ei kävisi, sijoittajat tarvitsevat tietoa arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Tiedon on oltava luotettavaa. Sijoittajat odottavat, että markkinat myös kokonaisuutena toimivat luotettavasti. Markkinoiden toimivuus edellyttää *luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen*. Nämä kaksi käsitettä kytkeytyvät toisiinsa. Puolueettomuus merkitsee, että kaikilla on avoin pääsy markkinoille ja yhtäläiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia tietoja ja että mikään yksittäinen taho ei pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä. Tehokkuus merkitsee, että kaikki arvopapereihin, liikkeeseenlaskijoihin, yleistaloudellisiin seikkoihin ja markkinoihin liittyvät tiedot heijastuvat arvopapereiden hintoihin.⁴

Luottamus ja sijoittajan suojaaminen ovat myös motiiveja lainsäädännölle.⁵ Luottamuksen varmistamiseksi lainsäätäjä ja alalla toimivat elimet ovat säättäneet ja asettaneet vaatimuksia tietojen sisällölle ja julkistamistavalle. Yleisön luottamuksella pyritään takaamaan markkinoiden toiminta pääomien keräämiseksi, vaikka sijoituksiin sisältyisikin riskejä. Arvopaperimarkkinalainsäädännön tavoitteena on paitsi yleisön luottamuksen säilyttäminen, myös riittävän ja tehokkaan suojan aikaansaaminen sijoittajille.

1.2 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN TAVOITTEET

Yleisön arvopaperimarkkinoihin kohdistuvan luottamuksen edellytyksenä on kaupan olevien osakkeiden hinnanmuodostuksen aitous. Hinnat heijastavat

⁴ HE 157/1988, 3.

⁵ KM 1987:44, 22 ss., HE 157/1988, 24 ja KM 1989:36, 15.

kaikkea saatavissa olevaa olennaista tietoa. Rahoitusteorian mukaan markkinoiden tulee olla tehokkaat, läpinäkyvät ja likvidit.⁶ Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi on oltava käytössä toimivat normit ja niitä koskeva valvonta.

Arvopaperimarkkinat ovat osittain valtiovallan sääntelemää toiminta-aluetta, mutta suurelta osalta kaupankäynti toteutuu markkinaosapuolten tahdonvaraisena ja itseorganisoituvana toimintana. Valtio luo (konstitutiivisin normein) vain puitteet tahdonvaraiselle markkinatoiminnalle, jota ei usein edes voida säännellä tarkasti ja yksityiskohtaisesti. Siksi arvopaperimarkkinalaissa joudutaan turvautumaan periaatteisiin.

Sääntelyä perustellaan usein yleisellä edulla. Yleisen edun katsotaan sisältävän muun muassa järjestyksen, turvallisuuden ja toiminnan yleisen luotettavuuden varmistamisen tavoitteet. Julkisen vallan puuttuminen elinkeinoihin yleensä on nähty riippuvaiseksi päättäjien kulloisestakin politiikasta. Samaan aikaan kun arvopaperimarkkinoita on vapautettu, niitä on myös toisaalta kiristetty.⁷ Sekä markkinoiden sääntelyn vapauttamisen että niiden kiristämisen tarkoituksena on ollut huolehtia markkinoiden toiminnan tehokkuudesta lisäämällä kilpailua. Teoreettinen lähtökohta on ollut, että lisääntynyt vapaus johtaisi lisääntyneeseen kilpailuun, mikä puolestaan johtaisi lisääntyneeseen tehokkuuteen. Mitä suurempi vapaus, sitä kovempi kilpailu. Mitä kovempi kilpailu, sitä suurempi tehokkuus. Mitä suurempi tehokkuus, sitä korkeampi hyvinvointi.⁸

Jos edellä oleva ajatuskulku perustelee markkinoiden vapauttamista, voidaan kiristämistä taas perustella tasapainolla myyjien ja ostajien välillä. Jos tasapaino osapuolten välillä horjuu tai jos luottamukselta menee pohja, markkinat eivät toimi.⁹ Yhtiön oma intressi ei riitä turvaamaan sijoittajien intressiä. Voimme tuskin elää sellaisessa maailmassa, jossa yhtiö itse voisi päättää, mitä se kertoo ja määritellä siten myös omat kustannuksensa. Makrotason etujen vuoksi on katsottu välttämättömäksi asettaa pakottavat säännöt mikrotasolle. Samalla yhteinen etu edustaa myös arvopaperimarkkinoiden yhteisöllistä puolta. Oma toiminta pitää suhteuttaa kaikkien arvopaperimarkkinaosapuolten yhteiseen etuun, johon kukin osallistuu.

Käytännössä arvopaperimarkkinoiden sääntely koostuu laeista ja itsesääntelystä. Lait sääntelevät arvopaperimarkkinoita yleisesti tai sitten jotain sen osaluetta, kuten sijoituspalveluyrityksiä, sijoitusrahastoja tai arvo-osuusjärjestelmää. Yleissäännökset on koottu arvopaperimarkkinalakiin (AML 495/1989) ja se koskee muun muassa arvopaperien markkinointia, liikkeeseenlaskua ja tiedonantovelvollisuutta, julkista kaupankäyntiä, arvopaperikauppaa, sisäpiirin

⁶ *Fama*, 383.

⁷ Niitä on vapautettu esimerkiksi ulkomaalaisomistuksen osalta ja kiristetty esimerkiksi luottamuksen edellyttämän sisäpiirintiedon väärinkäytön sanktioiden osalta.

⁸ *Kågerman*, 86.

⁹ *Ibid.*

toimintaa ja markkinoiden valvontaa. Lain säännösten täydentäminen on jätetty arvopaperipörssien itsesääntelyn varaan.¹⁰ Itsesääntelyssä määrätään yhtäältä menettelytavoista, joilla ehkäistään lain tai hyvän tavan vastainen menettely; toisaalta itsesääntelyssä voidaan luoda lain säännöksiä ankarampia normeja, koska lain säännökset ovat luonteensa mukaisesti vähimmäissääntöjä. Itsesääntelyn varassa kehittyvä tapa arvopaperikaupassa voi sisältää myös pörssietiikan alan kuuluvia ohjeita. Itsesääntelyn on perustuttava arvopaperipörssin ohjesääntöön.¹¹

Oikeussuojan kohteeksi on näillä säännöksillä otettu luottamus arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan ja tehokkaaseen toimintaan.¹² Luottamus edellyttää, että kukin yksittäinen sijoittaja voi uskoa saavansa joko itse tai asiantuntijan välityksellä kaikki ne tiedot, jotka ovat muidenkin markkinaosapuolten käytettävissä ja jotka voivat vaikuttaa hänen sijoituspäätökseensä.¹³ *Markkina-luottamus edellyttää siis toisaalta tiedonsaannin yhdenvertaisuuden¹⁴ turvaamista ja toisaalta tiedonsaantia koskevan etuoikeutetun aseman hyödyntämisen rajoittamista.* Toinen osa luottamusta edistäviä säännöksiä käsittelee kaupan käynnin teknistä toteutumista, markkinoiden kaupankäyntimenettelyjä, niiden ylläpitämistä ja valvontaa. Markkinoiden tulee olla niiden mukaan *laajat*, eli markkinoilla on oltava riittävästi erilaisia arvopapereita, ja *syvät*, eli kutakin arvopaperia on oltava liikkeessä sellainen määrä, että yksittäiset kaupat eivät ole omiaan kohtuuttomasti vaikuttamaan arvopaperien hinnanmuodostukseen.¹⁵

Arvopaperimarkkinalain ja pörssin sääntöjen tavoitteena on edistää sijoittajien tasa-arvoista kohtelua arvopaperimarkkinoilla ja edesauttaa sitä, että sijoittajat kohtaavat toisensa markkinoilla mahdollisimman tasavertaisina ja että heillä on tasavertaiset mahdollisuudet tiedonsaantiin.¹⁶ Osa lain tavoitteista toteutuu yksittäisiä markkinaosapuolia koskevilla määräyksillä¹⁷, mutta nähdäkseni lain tavoitteiden toteutumista on tarkasteltava kaikki yhteiskunnassa toimivat tahot huomioon ottaen. Lain tavoitteet sitovat kaikkia.

¹⁰ Suomessa ainoa markkinapaikka arvopapereille on nykyisin HEX Oyj.

¹¹ HE 157/1988, 32.

¹² HE 157/1988, 45.

¹³ *Astola*, 181.

¹⁴ Yhdenvertaisuusperiaatteesta arvopaperimarkkinaoikeudessa, esim. *Sillanpää* 1994, 91 ss.

¹⁵ *Astola*, 45.

¹⁶ *Ibid.*, 42.

¹⁷ *Ibid.*, 39.

1.3 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN SÄÄNTELYN TAVOITTEET

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata kaikille markkinoilla toimiville samanaikaisesti riittävä ja oikea tieto arvopaperista ja liikkeeseenlaskijasta niin, että arvopaperin arvo voidaan perustellusti määrittää. Liikkeeseenlaskijan antama tieto on perustana sijoittajan arvion muodostamiselle arvopaperista. Liikkeeseenlaskijan tulee antaa tieto niin täydellisenä, että se ei johda sijoittajaa harhaan sekä noudattaa tietojen antamisessa johdonmukaisuutta.¹⁸ Olen ryhmitellyt lainsäädännöstä tulevat tavoitteet seuraavasti:

1) *Suojelutavoite.* Tiedonantovelvollisuuden tavoite on antaa turvaa sijoittajille ja tasoittaa toisen osapuolen, yhtiön tiedollista ylivoimaa sijoittajiin nähden. Suojelutavoite ei yleisessä merkityksessä ota kantaa siihen, ketä suojellaan. Suojaa saavat markkinoilla toimivat sijoittajat, jotka kaikki ovat heikommassa asemassa yhtiöön nähden. Sääntelyn tavoite on siis kompensoida muutoin puutteellisia tietoja. Tasapuolinen tiedonanto kaikille samanaikaisesti tarkoittaa, että tiedottaminen ei saa tapahtua mielivaltaisesti suhteessa tiedonsaajiin. Kun edellytetään, että tieto on kaikilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla käytettävissä samanaikaisesti, suojele kohdistuu tietojen saatavuuteen ja ajoitukseen. Tätä kautta tiedonantovelvollisuudella on yhteys arvopapereiden kaupankäyntiin ja arvopaperimarkkinoiden infrastruktuuriin.

2) *Tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoite.* Kun yhtiöiden on pakko tiedottaa, sääntelyn tavoitteena on alentaa sijoittajille tiedon hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia. Tiedottamisen kustannuksia aiheutuu yhtiön sisäisestä valvonnasta, informaatiojärjestelmän rakentamisesta ja ylläpidosta sekä tiedottamisen suunnittelusta, ohjaamisesta ja toteuttamisesta. Kustannuksista hyötyvät toisaalta arvopaperimarkkinat kokonaisuutena luottamuksen lisääntymisen kautta, toisaalta yhtiö sen tietojen ennustettavuuden ja luotettavuuden lisääntymisenä. Kustannukset on yksiselitteisesti asetettu julkisesti noteeratulle yhtiölle.¹⁹ Tiedon julkistaminen anonyymille sijoittajajoukolle ei tee mahdolliseksi ennakolta sanoa, kuka tiedosta hyötyy. Tällä tavoin sillä on yhtymäkohtia julkishyödykkeeseen, josta kaikki voivat hyötyä riippumatta siitä, kuka hyödykkeen maksaa ja kuka saa siitä suurimman hyödyn.²⁰ Näin voidaan perustella sitä, että julkinen valta yhteisen edun nimissä puuttuu myös niiden osapuolten toimintaan, jotka välillisestikin osallistuvat arvopaperimarkkinoilla käytävään

¹⁸ HAOS 4.111–4.112.

¹⁹ Julkisesti noteeratulla yhtiöllä, noteeratulla yhtiöllä, julkisella yhtiöllä ja listayhtiöllä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa samaa kuin AML 1:4§:ssä määritellyllä pörssi-yhtiöllä, jonka osake tai osakkeeseen osakeyhtiölain (734/78) mukaan oikeuttava arvopaperi on otettu kaupankäynnin kohteeksi arvopaperipörssin pörssilistalla.

²⁰ Kanninen – Määttä – Timonen, 24.

tiedonvaihtoon. Noteerattuna yhtiönä oleminen on ymmärrettävä yhtiön vapaaehtoiseksi velvoittautumiseksi yhteiseen etuun. Pörssi on markkinapaikkana tämän yhteisen edun velvoittautumiskanava.

3) *Riittävien ja oikeiden tietojen tavoite.* Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on varustaa sijoittajat riittävillä ja oikeilla tiedoilla. Koska arvopaperimarkkinat ovat luonnostaan korostuneen spekulatiiviset, sijoittajat voisivat tehdä yhtiöistä vääriä johtopäätöksiä, jos he perustaisivat sijoituspäätöksensä pelkäänsä itse toimintaympäristöstään tekemiin havaintoihin. Tiedonantovelvollisuuden tavoite on ohjata oikeilla tiedoilla sijoittajien käyttäytymistä niin, että nämä paremmin tietäisivät, mihin heidän omista lähtökohdistaan kannattaa sijoittaa.²¹ Tiedottamisen tavoite on antaa sijoittajille kehoitus tehdä tai olla tekemättä jotain. Tiedottaminen ei siten pääty tiedon julkistamiseen, vaan tiedottaminen käynnistää prosessin ja pitää sitä yllä jatkuvasti. Kun sijoittajat liittävät yhtiöiden julkistamat tiedot omaan taloudelliseen tilanteeseensa, heidän uskotaan tekevän itsensä kannalta perusteltuja ratkaisuja. Tämän vuoksi säännellään myös annettavan tiedon sisältöä ja julkistamistapaa.

4) *Virheellisten tietojen leviämisen estämistavoite.* Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on vähentää virheellisten tietojen leviämistä ja erehdyttämisen mahdollisuuksia arvopaperimarkkinoilla. Sijoittajan on voitava täysin luottaa yhtiön antamiin tietoihin, muutoin sijoittajien mahdollisuudet vaatia oikeuksiaan voisivat käydä kalliiksi. Sijoittajat eivät helposti kykenisi arvioimaan olennaista tietoa, ja toisaalta yhtiöt jättäisivät tuottamatta tietoa. Kun yhtiö tavoittelee kilpailluilla asiakasmarkkinoilla omaa etuaan, se ei saa siten olla vastoin sitä yhteistä etua, joka yhtiöllä on arvopaperimarkkinoilla muiden siellä toimivien kanssa. Tietojen julkistaminen on se osa-alue, jolla yhteinen etu ilmenee.

5) *Markkinoiden tehostamistavoite.* Tietojen julkistamisen katsotaan luovan perustan sijoittajan arviolle pörssiarvopaperista ja antavan sijoittajille mahdollisuuden omilla ratkaisuillaan vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen.²² Kun mahdollisimman moni sijoittaja anonyymina osallistuu kaupankäyntiin, tulevat myös erilaiset käsitykset vaikuttaneeksi arvopaperin hintaan.

Vaikka tiedonantovelvollisuuden varsinaisena tavoitteena on antaa sijoittajille tiedot, joita hän tarvitsee tehdäkseen perustellun arvion osakkeen arvosta, voidaan sen välillisenä tavoitteena pitää lisäksi myös pyrkimystä vaikuttaa yhtiöiden sisäiseen toimintaan. Näin tiedonantovelvollisuus auttaa yhtiöitä kehittämään omia johtamiskäytäntöjään.²³

²¹ Kågeman, 55.

²² HE 157/1988, 4.

²³ Steinberg 2001b, 117.

1.4 KYSYMYKSENASETTELU

Tämä tutkimus käsittelee yhtiötä koskevia tietoja, joiden avulla osakkeen arvo voidaan perustellusti määrittää. Arvopaperimarkkinoilla liikkuva tieto on tutkimusalueena laaja kokonaisuus, jota säädellään useilla laeilla. Tutkimuksen kohteen kannalta keskeinen säännös on arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §, jossa säädetään arvopaperipörssissä noteeratuille yhtiöille tiedonantovelvollisuus.²⁴ Pykälä kuuluu seuraavasti:

Julkisen kaupankäynnin²⁵ kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamisesta on annettu tarkempia soveltamisohjeita arvopaperipörssin ohjesäännön 4. luvussa.²⁶ Sen mukaan

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata se, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävä ja oikea tieto pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijasta ja pörssiarvopaperista niin, että osakkeiden ja muiden pörssiarvopaperien arvo voidaan perustellusti määrittää. Liikkeeseenlaskijan antama tieto on perustana sijoittajan arvion muodostamiselle pörssiarvopaperista.

Liikkeeseenlaskijan tulee antaa tieto niin täydellisenä, että se ei johda sijoittajaa harhaan sekä noudattaa tietojen antamisessa johdonmukaisuutta.

Mikäli liikkeeseenlaskija antaa muun kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon, on tieto annettava edellä mainittuja periaatteita noudattaen.

Liikkeeseenlaskijan julkistamien tietojen tulee olla sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen, tapahtuman tai muun julkistettavan seikan vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Annetun tiedon on oltava perusteltua.

²⁴ AML 2:7 §. Vuoden 2002 helmikuussa voimaan tulleen AML:n muutosten jälkeen lakia sovelletaan tietyin osin myös yksityisiin yhtiöihin ja 1.7.2002 alkaen myös tarjousesitteen laatimisen osalta. Itse arvopaperin käsitteestä AML 1:2 § ja HE 157/1988, 22–23. Niistä arvopapereista, joihin lakia ei sovelleta, kuten esimerkiksi asunto-osakeyhtiön osakkeet, golf- ja lomaosakkeet, ks. esimerkiksi *Haussila*, 249.

²⁵ Julkisella kaupankäynnillä tarkoitetaan AML 1:3 §:n mukaista kaupankäyntiä, joka koskee joko pörssilistan tai Helsingin Pörssin I-, NM- tai Pre-listan yhtiöiden osakkeilla käytävää kauppaa.

²⁶ HAOS A4.11–4.124. Julkistamistavasta sääntö A4.21.

Valmisteilla olevia sellaisia päätöksiä taikka vielä toteutumattomia pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan pörssiarvopaperin arvoon, ei saa julkistaa muulla kuin erikseen tarkoitettulla tavalla, ja niitä on julkistamiseen asti pidettävä sisäpiirintietona.

Jos julkistettu tieto muuttuu, muutos on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava, ellei ole ilmeistä, että muutos on vähämerkityksinen.

Sen lisäksi ohjesäännön 5. luku jakaa tiedonantovelvollisuuden säännölliseen ja jatkuvaan velvollisuuteen, joista ensin mainittu sisältää määräyksiä tilinpäätöstiedotteesta, tilinpäätöksestä ja osavuositarkastuksesta ja jälkimmäiseen kuuluvat tiedonantovelvollisuuden edellä mainitut yleisperiaatteet. Lisäksi ohjesäännössä mainitaan kaikkiaan parikymmentä erityistilannetta, yhtiön päätöstä tai seikkaa, jotka on aina julkistettava.

Lainkohdan ja pörssin sääntöjen näennäisestä seikkaperäisyydestä huolimatta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi *ei ole muodostunut selkeää tunnusmerkistöä*.²⁷ Näen tilanteen jossain määrin analogisena yhtiöoikeuden kanssa. Vaikka erilaisia vastuutilanteita yritettäisiin selvittää mahdollisimman yksityiskohtaisesti, on mahdotonta etukäteen täsmentää, milloin ja millä edellytyksillä yhtiöoikeudellinen vahingonvastuu ilmenee.²⁸ Ei siis ole yhtä yhtenäistä, yleistä tunnusmerkistöä, joka ratkaisisi kysymyksessä olevat ongelmat yleensä, vaan oikeusvaikutuksia silmälläpitäen ne on ratkaistava kussakin tapauksessa erikseen. Vaikeinta arviointi on silloin, kun aiheutettu vahinko ei suoraan ole vastoin nimenomaista oikeudellista normia, vaan oikeusperiaatetta, joka voidaan johtaa laista peitellysti ja epätarkasti. Yhtiö ei kenties ole saanut valvovien viranomaisten kannanotoistakaan tiedotusharkintaansa varten neuvoa tiedonantovelvollisuuden tapauskohtaiseen noudattamiseen. Valvonta on jälkikäteistä ja vastuu on ollut aina yhtiöllä.

Yhtiön tiedon virta markkinoille on aiempaa monivaiheisempi, dynaamisempi ja alati muuttuva tapahtumasarja. Oikeudet ja velvollisuudet muuttuvat yhä nopeammin. Arvopaperimarkkinalaki sen sijaan on tiedonantovelvollisuuden osalta pysynyt lähes muuttumattomana koko voimassaolonsa ajan. Nyt voi olla jo edellytykset arvioida, miten tulkintakäytäntö on onnistunut muuttumaan ajan mukana ja toteuttamaan tiedonantovelvollisuuden alkuperäisiä tavoitteita: turvan antamista sijoittajille, tiedonhankkimiskustannusten alentamista, sijoittajien varustamista riittävillä ja oikeilla tiedoilla, virheellisten tietojen leviämisen estämistä markkinoilla sekä miten markkinat ovat osallistujien puolesta

²⁷ Voisi jopa sanoa, että esimerkiksi autokauppaa, jota koskeva sääntely perustuu kauppalakiin, kuluttajansuojalakiin ja yli 150 vuotta vanhaan, hevoskauppaa koskeneeseen lainsäädäntöön, säädellään paljon tarkemmin kuin jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta.

²⁸ *Taxell* 1963, 76–77.

tehostuneet. Jos tulkintakäytäntö ei ole onnistunut, minkälainen sen tulisi sitten olla, että tavoite saavutettaisiin. On tarkasteltava tiedonantovelvollisuuden käytännön toteutusta.

Tämän vuoksi tutkimuksen ydinkysymys kuuluu:

Milloin yhtiö on täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa?

Tutkimuskysymyksen tärkeys käy ilmi vertaamalla nykyistä tilannetta aikaan, jolloin laki tuli voimaan, vuoteen 1989. Silloin tietoa osakkeista ja yhtiöistä oli paljon nykyistä vähemmän. Sittemmin tiedontuotanto on kasvanut voimakkaasti. Vuoteen 2002 mennessä yhtiöiden julkistamien pörssitiedotteiden määrä on noussut moninkertaisesti.²⁹ Myös tiedonvälityksen menetelmät ja sisältö ovat muuttuneet. Sähköiset viestinvälitystekniikat ovat täysin muuttaneet kommunikoinnin tavan, määrän ja nopeuden³⁰, mutta tiedonantovelvollisuuden toteutuksen arviointikriteerit ovat pysyneet ennallaan. Lain tavoite on ollut säädellä yhtiön keskeistä tietoa, mutta tiedon lisääntyminen on vaikeuttanut sen hallintaa.

Edellä mainittua tutkimuskysymystä voidaan tarkastella useista näkökulmista, koska sana *milloin* ei koske vain tiedonantovelvollisuuden täyttämisen ajan-kohtaa. Siihen voi sisällyttää useita kysymyksiä, kuten *millä edellytyksillä, millä tiedoilla, millä toimilla, millä ilmaisuilla, millä perusteilla, millaisella valvonnalla ja millä varotoimilla*.³¹ Kun tutkimuskysymys asetetaan näin monitahoisesti, joudutaan uudelleen katsomaan asiaa koskevaa lainkohtaa. Tällöin nähdään, että tiedonantovelvollisuuteen liittyy lukuisia oikeudellisia ongelmia: *Mitä merkitsevät julkistettavat päätökset ja seikat? Miten arvioidaan tiedon olennaisuus? Mitä on julkistaminen? Milloin viivytys julkistamisessa on aiheellinen?*

Yhtiöitä koskevia tietoja tuottavat nykyisin myös sellaiset tahot, joita varten säännöksiä ei aikanaan laadittu. Siksi joudutaan yhä useammin toteamaan, ettei kaikki markkinoilla liikkuva tieto ole laadukasta. Tämä tekee vaikeaksi arvioida kulloisenkin informaation luotettavuutta. Lukuisat markkinaosapuolet voi-

²⁹ Pörssin HETI-järjestelmää alettiin käyttää tiedotteiden välitykseen asteittain vuonna 1994 [järjestelmän käyttöönotosta tarkemmin luvussa 4.4.1]. Vuonna 2001 Helsingin pörssin kaupan-käyntijärjestelmän kautta kulki 5675 suomenkielistä pörssitiedotetta, kun niiden kokonaismäärä ruotsin- ja englanninkieliset tiedotteet mukaanlukien oli 10 626. Lain voimaantullessa suomalaisissa yrityksissä ei ollut kuin yksi sijoittajaviestintään erikoistunut henkilö, kun nyt sellainen on lähes jokaisessa pörssiyhtiössä. Se kuvastaa viestinnän merkityksen kasvua.

³⁰ Healy – Palepu, 432.

³¹ AML 3:4.5§:n mukaan pörssin säännöissä on oltava lakia täydentävät määräykset siitä, millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille asetetaan. Pörssin sääntöjen HAOS A4:21 mukaan tiedonjulkistaminen tapahtuu toimittamalla tieto samanaikaisesti markkinapaikalle ja keskeisille tiedotusvälineille.

vat manipuloida toisten käsityksiä aiempaa helpommin.³² Markkinaosapuolten erilaiset roolit lisäävät markkinoiden yllätyksellisyyttä, lyhytjänteisyyttä ja riskiä sekä vähentävät niiden ennakoitavuutta. Markkinaosapuolten *keskinäisiä rooleja* ei arvopaperimarkkinaoikeudessa³³ ole käsitelty tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta juuri lainkaan, vaikka osapuolet vaikuttavat keskeisesti toistensa toimintamahdollisuuksiin. Jos tietojen luotettavuuteen liittyvät riskit näin eri markkinaosapuolten toiminnasta johtuen kasvavat, on kysyttävä: *Ketkä ovat tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden toteutumisen näkökulmasta markkinaosapuolia? Millaisena tieto näyttäytyy eri markkinaosapuolten näkökulmista? Miten markkinaosapuolet vaikuttavat sijoittajan edellytyksiin tehdä perusteltu arvio osakkeen arvosta?*

Yritysjohto noudattaa tiedonantovelvollisuutta erilaisissa tilanteissa. Se jou-
tuu samanaikaisesti valvomaan sekä sijoittajien tiedonsaantioikeutta että yhtiön
etua. Oikeudellisena tutkimuskohteena tiedonantovelvollisuus tulee siten lähel-
le muita periaatteellisia velvollisuuksia, kuten huolellisuutta ja lojaliteettia
koskevia säännöksiä. Nämä velvollisuudet ovat luonteeltaan yleisiä ja ne on
tarkoitettu sovellettavaksi ja noudatettavaksi tilanteen mukaan. *Mutta miten
huolellisuus ilmenee tiedonantovelvollisuuden yhteydessä? Mitä kysymyksiä
tiedonantovelvollisuuteen läheisesti liittyvä lojaliteettiperiaate tuo tiedottami-
sen eturistiriitatilanteisiin?*

Markkinaluottamus, johon vedoten tiedonantovelvollisuuden käytännön on-
gelmia voitaisiin ratkaista, on jäänyt käsitteenä ja tavoitteena sisällöllisesti
kehittymättä. Sillä on yhtymäkohtia sellaisiin lakiin sisällytettyihin yleisluon-
teisiin ilmauksiin, kuten esimerkiksi ”yleinen etu”, ”luotettava arvopaperitoi-
minta”, ”luotettava julkinen kaupankäynti”, ”riittävä suoja sijoittajalle” ja
”hyvä tapa”, joiden tarkoitus on ollut antaa viranomaisille mahdollisuus var-
mistua siitä, että markkinoiden ja yhteiskunnallisten arvostusten muuttuessa

³² *Hanson – Kysar*, 635, toteavat laajoihin behavioralismin viimeaikaisiin tutkimuksiin vedoten, että ” – the presence of unyielding cognitive biases makes individual decisionmakers suscep-
tible to manipulation by those able to influence the context in which decisions are made. More
particularly, we believe that market outcomes frequently will be heavily influenced, if not
determined, by the ability of one actor to control the format of information, the presentation of
choices, and, in general, the setting within which market transactions occur. Once one accepts
that individuals systematically behave in nonrational ways, it follows from an economic perspec-
tive that others will exploit those tendencies for gain.” [Kursivointi tässä.]

³³ Arvopaperimarkkinaoikeuden lähtökohtana Euroopassa on yhteisöoikeus, lähinnä osake-
yhtiöoikeus, josta se on vähitellen erkaantunut omaksi oikeudenalakseksi. Se käsittelee julkisen
kaupankäynnin ja vaihdannan kohteeksi hyväksyttyjä yritys- tai muita osuuksia tai saamis-
oikeuksia ja niiden vaihdantaa sekä yksittäisen sijoittajan aseman turvaamista. Muissa Pohjois-
maissa käytetään laajempaa termiä pörssioikeus (börsrätt), Saksassa termiä pääomamarkkina-
oikeus (Kapitalmarktrecht), jonka eräs alalaji on pörssioikeus. Yhdysvalloissa käytetty termi on
securities regulation ja Isossa-Britanniassa investor protection, jolla tarkoitetaan pääpiirteissään
samaa kuin Suomessa arvopaperimarkkinaoikeudella. Ks. käsitteestä tarkemmin *Sillanpää* 1994,
4–10.

itsesääntelynormit eivät jää jälkeen kehityksestä.³⁴ *Mutta mistä markkinaluottamus syntyy? Kenen tehtävänä on kantaa vastuu markkinaluottamuksesta?*

Vaikka arvopaperimarkkinalaki vaatii yhtiötä julkistamaan kaikki seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, yhtiöt eivät kerro liikesalaisuuksiaan. *Miksi?*

Informaatiotehokkuudessa on keskeistä huomion kiinnittäminen tiedottamisen edellytyksiin, loogisuuteen ja ennakoitavuuteen. *Tutkimuksen tarkoituksena on kehittää tiedottamisen ja tilanteentulkinnan ohjausta.* Tarkoituksena on muovata tiedonantovelvollisuuden tulkintaa siten, että se ottaa huomioon informaation laadun, määrän ja olosuhteiden muuttumisen. Tarkoituksena on kehittää tarkempaa ja vivahteikkaampaa käsitteistöä, jolla voitaisiin vähentää markkinaosapuolten edellytyksiä opportunistiseen toimintaan sekä sitä kautta samalla lisätä sijoittajan mahdollisuutta tehdä arvopaperin arvosta hänen itsensä kannalta perustellumpia arvioita. Tutkimus pyrkii avaamaan tiedonantovelvollisuuteen uusia ulottuvuuksia ja osoittamaan markkinaosapuolten vaikutukset toisiinsa.

1.5 RAJAUKSET

Markkinoiden tehtävä yhteiskunnan varojen ohjaamisessa käy parhaiten ilmi ensimarkkinoista, missä yhtiö voi hankkia uutta riskipääomaa uusemissiolla. Toimivat jälkimarkkinat ovat uusemissioiden toteuttamisen ja uuden oman pääoman hankkimisen edellytys. Jos osakkeenomistaja ei voi myydä osakkeitaan jälkimarkkinoilla, jotka heijastavat kaikkea käytettävissä olevaa informaatiota, vähenee myös hänen halukkuutensa sijoittaa pääomia uusiin liikkeeseen laskettuihin osakkeisiin.³⁵

Kun arvopaperimarkkinoita alettiin Suomessa ohjata oikeudellisilla säännöksillä, kohteena oli aluksi ensimarkkinat, osakkeiden tarjoaminen yleisölle. Tarkoituksena oli toimijoiden vastuurajojen määrittely ja huomio oli paljolti listalleottoesitteen sisällössä. Ensimarkkinoilla monet osapuolet ovat samanaikaisesti liikkeellä tutkimassa ja arvottamassa yhtiötä ja liikkeeseen tulee uusia osia yhtiön omistuksesta. Omistuksen siirtymät voivat olla suuria ja usein osakkeiden hinta asetetaan houkuttelevaksi uusien osakkeenomistajien saami-

³⁴ Ks. Astola, 21–22. Arvopaperinvälittäjän toimilupaa harkittaessa otetaan huomioon mahdollinen yleisen edun vastaisuus (AVL 8§). Ohjeen mukaan yleisen edun vastaisena on pidettävä toimintaa, joka vaarantaa markkinoiden luotettavuutta tai tervettä kehitystä. Markkinoiden luotettavuus edellyttää – – henkilöiltä hyvämaineisuutta ja rehellisyyttä – –. Jo toimiminen vastoin arvopaperimarkkinoilla yleistä hyvää tapaa voi olla osoitus yleisen edun vastaisesta toiminnasta. Lisäksi asetetaan edellytyksiä hakijan taloudelliselle asemalle, ks. Astola, 104–105.

³⁵ Claesson, 2.

seksi.³⁶ Ensimmäisillä tapahtuvalla yhtiön, liikkeeselaskun järjestäjän ja valvojan viranomaisen toiminta kestää kauan, kun tuotetaan monia selvityksiä. Työhön osallistuvien määrä on suhteellisen suuri. Uusien osakkeiden liikkeeselaskemisen valmisteluun liittyy merkittävä mahdollisuus harhaanjohtamiseen.

Ensimmäisille suunnatut operaatiot tarjoavat oikeudelliselle tutkimukselle konkreettisen ja suhteellisen helposti rajattavissa olevan tutkimusalueen. Se tulee ajankohtien ja vastuualueitten määrittelyn kannalta analogisesti lähelle muita kauppatahtumia [kuten tiedonantovelvollisuutta osto- ja myyntitarjoustilanteissa]. Ensimmäisillä on kyse markkinointitilanteesta, lyhyelle ajanjaksolle suunnitellusta informaatiosta. Siinä on tunnistettavissa selviä sopimus oikeudellisia kysymyksiä: on kauppa, jota valmistellaan, joka sisältää konkreettisen kirjallisen tarjouksen ja johon liittyvät markkinoinnin yhteydessä arvioitavat tiedonantovastuut. Tiedon oikeellisuuden vastuurajat ovat määritettävissä. Kyseessä on erällä tavalla katkaistu jakso, joka on jaettu eri työvaiheisiin. Tarjouksen sisältö on selvästi dokumentoitu. Myös oikeudellisen tutkimuksen painopiste on ollut juuri ensimmäisä operaatioissa.

Näistä edellä mainituista syistä on tässä rajattu pois

(i) ensimmäisten tiedonantovelvollisuus, koska tämä tutkimus on ensi sijassa kiinnostunut yhtiöntiedon luomista odotuksista ja yhtiöntiedon pitempi- aikaisesta kehittämisestä.

Ensimmäisillä osakkeiden hinnanasetanta heijastaa kaikkia tarjousesitteessä julkistettuja yhtiötä koskevia tietoja ja niiden huolellista arviointia. Jälkimmäisillä vastuu tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta arvioidaan toisesta näkökulmasta.

Ensimmäisten tehokkaan toiminnan³⁷ edellytyksenä ovat hyvin toimivat toissijais- eli jälkimmäiset, joilla sijoittajat³⁸ käyvät kauppaa liikkeeselasketuilla arvopapereilla. Sijoittajat voivat jälkimmäisillä jatkuvasti³⁹ ohjata varojaan sellaisten yritysten liikkeeselaskemiin arvopapereihin, joiden

³⁶ Ilmiölle, jossa listautuvan yhtiön osakkeen hintataso asetetaan houkuttelevaksi, on annettu kirjallisuudessa useita selityksiä: yksi on *informaatioasymmetria*, jossa esim. huonommissa yhtiöissä heikommin informoiduille sijoittajille allokoidaan suurempi osuus houkuttelevalla hinnalla (ns. winner's curse), ks. *Rock*, 157 ss. Toinen teoria on *signaalointiteoria*, jonka mukaan yhtiö tietoisesti asettaa hinnan normaalia alemmas tarkoituksella "leave a good taste in the investor's mouth", ja jotta listautumisen jälkeen voisi toteuttaa pian uusannin, ks. *Welch*, 421 ss.

³⁷ Tehokkaiden markkinoiden hypoteesista ks. esim. *Watts – Zimmerman*, 19–21, ja *Kanto – Tuovila*, 125 ss.

³⁸ Käsitteet *sijoittaja* ja *osakkeenomistaja* on pyritty pitämään tässä tutkimuksessa erillään siten, että sijoittaja muuttuu osakkeenomistajaksi siksi ajaksi, jolloin hänellä on osakkeen osakeyhtiölain nojalla valta päättää yhtiön asioista. Käsitteiden mahdollisista sekaannuksista *Toivainen* 2002, 154–155.

³⁹ Sijoittajan on voitava jatkuvasti arvioida sijoituksensa järkevyyttä ja tarvittaessa siirtää varansa johonkin toiseen yhtiöön tai toisiin sijoituskohteisiin. *Astola*, 72.

myynti- tai tuottoarvon nousuun he uskovat tai jotka muutoin antavat heille heidän hakemansa tuoton. Näin ollen yksi tämän tutkimuksen oletamus on, että sijoittaja sijoittaa varojansa yhtiöön sen antamien ja julkistamien tietojen perusteella. Tässä tutkimuksessa ei oteta huomioon niitä vaihtoehtoja, joiden mukaan

(ii) sijoittaja voi sijoittaa varojaan yhtiöihin esimerkiksi puhtaan teknisen analyysin tai salkunhajautusteorian perusteella tutustumatta mihinkään johdon julkistamaan informaatioon.

Arvopaperimarkkinoilla edellytettävää tiedottamista on joissain yhteyksissä katsottu tarkoituksenmukaiseksi tarkastella kokonaisuutena.⁴⁰ AML:n tiedonantovelvollisuus on kuitenkin liian laaja käsiteltäväksi ilman rajausta.

(iii) Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluvaa tilinpäätös- ja osavuosikatsausinformaatiota ja sen sisältöä on tarkasteltu muissa erillisissä tutkimuksissa.⁴¹ Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden logiikka on toinen kuin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden. Siinä keskeinen tietosisältö muodostuu tilinpäätöksestä ja osavuosikatsauksesta, joiden sisältö on tarkkaan säädelty. Niihin liittyvien joidenkin periaatteellisten, ohjaavien sääntöjen (kuten hyvän kirjanpitoavan, yleisen tilinpäätöskäytännön, IAS:n ja U.S. GAAP:n), joita on sovellettava tilanteen mukaan, soveltamisen ei kuitenkaan oleteta muuttuvan dynaamisesti.

Toinen looginen ero säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden välillä on se, että säännöllinen tiedonantovelvollisuus koskee itse kassavirtaa ja yhtiön taloudellista kehitystä, kun taas jatkuva tiedonantovelvollisuus koskee itse liiketoimintaa lukujen takana. Kolmas rajaussyys on pelkästään tutkimus-ekonominen. Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskeviin säännöksiin on viitattu kuitenkin silloin, kun niillä on liittymäkohtia jatkuvan tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen.

Pörssin säännöissä on lueteltu lukuisa joukko jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sinänsä tärkeitä, yksittäisiä tilanteita, joissa yhtiön on julkistettava tietoja [ks. tarkemmin 2.2 Helsingin Arvopaperipörssin ohjesääntö]. Kutakin yksittäistä esimerkinomaista julkistettavaa seikkaa olisi voinut tarkastella erikseenkin. Monet niistä sisältävät kuitenkin paljon sellaista, osin

(iv) teknistä tiedonantovelvollisuuden toteutusta, joka ei nyt käsillä olevassa tutkimuksessa tuo lisäarvoa aiheen perusproblematiikkaan ja sen vuoksi rajataan ulkopuolelle. Näistä erityissäännellyistä seikoista pidetään silmällä kuitenkin seuraavia sääntöjä:

- muutokset yhtiön johdossa (5.35),
- tulevaisuuden kehitysnäkymät (5.42),

⁴⁰ Arvopaperimarkkinarikokset, Rikoslakiprojektimietintö, 20.

⁴¹ Esim. *Schadewitz, Laitinen*, 155–176.

- muutokset tuloskehityksessä sekä tase- ja rahoitusasemassa (5.45),
- liiketoiminnan uudelleensuuntautuminen (5.46),
- viranomaisen päätökset ja toimenpiteet (5.49).

Näille on tunnusomaista muita tilanteita suurempi harkinnanvaraisuuden aste. Harkinnanvaraisuuden määrä ilmenee kun esimerkiksi

vertaa sääntöä ”*pörssiyhtiön on julkistettava yhtiökokoukselle tehtävä osingonjakoehdotus*”

harkinnanvaraisempaan sääntöön

”*mikäli pörssiyhtiön tulos – – tulee katsauskautena poikkeamaan olennaisesti näiden seikkojen kehittymistä koskevasta perustellusta arviosta, jonka sijoittaja voi yhtiöstä tehdä, on pörssiyhtiön julkistettava tieto asiasta*”.

Edellinen sääntö on kategorinen ja harkintavaihtoehtoja on niukalti, kun taas jälkimmäisessä esimerkinomaisessa säännössä on kyse monimuotoisesta tilanteen tulkintaprosessista, jossa johdolla on enemmän vaihtoehtoja. Myös edellytykset säännön noudattamiseen vaihtelevat merkittävästi eri toimialojen ja yhtiöiden välillä. Harkinta ei kuitenkaan voi kohdistua siihen, julkistetaanko tieto. Tieto on aina julkistettava, jos säännön mainitsema olosuhde on olemassa. Harkinta liittyy siis siihen, mitä asiasta sisällöllisesti tiedotetaan.

Kun tutkimuskohteena on ensi sijassa AML 2:7.1§, jää tutkimuksen ulkopuolelle tiedonvälittäjän tiedonantovelvollisuus, muun muassa sijoituspalvelusopimuksen perusteella asiakkaalle toimitettava yhtiötä koskeva informaatio ja raportointi.

Tutkimus ei myöskään käsittele AML:n 6 luvussa säänneltyjen julkisten ostotarjousten sekä lunastusvelvollisuuksien yhteydessä toteutettavaa tiedonantovelvollisuutta. Näissä tapauksissa tiedonantovelvollisuuden lähtökohtana on säännönmukaisesti se, että ostajan katsotaan tietävän kaupan kohteesta enemmän kuin myyjän.⁴² Aihepiiriä on kuitenkin sivuttu siltä osin kuin se tukee

⁴² Salo julkaisemattomassa OTK-opinnäytetyössään *Arvopaperimarkkinalain 6 luvun mukainen julkinen ostotarjous ja vahingonkorvausvelvollisuus* (Lapin yliopisto) esittää, että tällöin sijoittajansuojaa ja markkinoiden luotettavaa toimintaa koskevien reaaliargumenttien vuoksi olisi perusteltua kääntää KL:n mukaiset osapuoliroolit päinvastaisiksi. Tiedonantovelvollisuus olisi siten ostajalla (ostotarjouksen tekijällä) ja myyjän selonottovelvollisuus rajoittaisi tarjouksen tekijän vastuuta tiedonantohäiriöistä. Ks. myös Rudanko 1998, 59–60. – Salo ehdottama, sinänsä mielenkiintoinen osapuoliroolien kääntäminen on kuitenkin ongelmallista ja pakottaa ensinnäkin vertaamaan ostajan ja yritysjohdon tietoa keskenään. Ostajan tieto voi kohdistua esimerkiksi omaisuuden arvon uudelleen arviointiin, liiketoiminnan uudelleen suuntaamiseen, käsitykseen markkinoista, näkemykseen yrityksen hyvistä ja huonoista puolista. Nämä tiedot ovat vain käsityksiä tai näkemyksiä, joiden toteutumismahdollisuuksia ei ehkä tiedä muu kuin ostajataho itse. Mutta samassa epävarmassa tilanteessa on myös yrityksen johto ilman ostotarjoustakin.

tutkimuksessa esitettyjä näkemyksiä dynaamisesta informaatiokäsityksestä [vrt. Paloheimo-tapaus, luku 6.5 sekä due diligencen asemaa yhtiön informaatian luonteen selittäjänä, luku 8.3].

Se, että yhtiön johto tietää lähtökohtaisesti, minkätyyppiset asiat ovat liiketoiminnassa merkityksellisiä ja siten sijoittajallekin tärkeitä, olisi antanut mahdollisuuden tarkastella lähemmin

(v) itsesääntelyä oikeudellisena ilmiönä. Aiheen tärkeydestä ei ole epäilystä. Itsesääntely olikin tutkimuksen alkuvaiheessa tärkeällä sijalla, koska se on paljolti jäänyt kehittymättä.⁴³ Itsesääntelyn kehittyminen on kuitenkin niin kiinteästi yhteydessä markkinoille tulevan tiedon käsittelyyn yleensä, että olen nähnyt tärkeämmäksi kirjata ensin oman työurani tätä koskevat kokemukset tuoreena muistiin. Toiseksi itsesääntely olisi vienyt niin paljon tilaa, että käytännön tiedottamiseen liittyviä tapahtumia olisi ehkä pitänyt rajoittaa.

1.6 METODISIA NÄKÖKULMIA

Arvopaperimarkkinoita koskevaa, oikeuksia tuottavaa informaatiota ohjataan oikeudellisin normein. Lain periaatteilla on tässä ohjauksessa jäsentävä tehtävä. Vaikka ne ovat sovelletustapausten ja sääntelykohteiden monimuotoisuuden vuoksi tulkinnanvaraisia, niillä on suuri yrityseettinen merkitys sekä sijoittajien oikeustajunnan että valvovien viranomaisten ratkaisutoiminnan perusteiden kannalta. Lisäksi periaatteet ohjaavat osapuolten käyttäytymistä. Siten periaatteilla on jäsentävä, yrityseettinen sekä käyttäytymistä ohjaava ja vakiinnuttava tehtävä.

Mutta periaatteet, jotka jättävät tulkinnan ja siitä seuraavan vastuun oikeussubjekteille itselleen, viestivät kuitenkin jotain myös oikeusjärjestyksen tausta-ajattelusta. Sen selvittäminen, millaisia yhtymäkohtia tällä oikeusjärjestyksen tausta-ajattelulla on muuttuvan reaalitodellisuuden kanssa, vaatii ottamaan

Yritysjohdon suurin ongelma ei yleensä ole kehitysvaihtoehtojen vähyys, vaan oikean vaihtoehdon valinta, joka etenee aina prosessina. Jos ostotarjoustilanteessa tiedonantovelvollisuus kääntäisi toisinpäin, pakotettaisiin ostaja paljastamaan, millaisia näkemyksiä sillä olisi tulevaisuudesta ja seurauksena saattaisi olla se, että ostokohteen liiketoiminnalta viettäisiin menestymisen edellytykset. Toinen ongelma osapuoliroolien kääntämisessä on se, onko myyjäpuoleksi katsottava kohdeyhtiö vai sen omistajat? Kenen tiedosta tällöin puhutaan? On tärkeää lisäksi havaita, että valittiin kumpi tahansa, ei tieto kuitenkaan ole aina välttämättä aidosti asymmetristä siten, että yhtiö/omistajat tunsisivat paremmin oman tilanteensa ja toisaalta ostaja itsensä, suunnitelmansa ja niihin perustuvat odotuksensa.

⁴³ Itsesääntelyn heikkoudella viitataan tässä lähinnä yhtiöntiedon sääntelyyn, jolloin kyseeseen tulevat pörssin itsesääntelylliset toimet, yhtiöiden oma itsesääntely sekä ammatillisten yhteisöjen itsesääntely. Viimeksi mainittuja ovat lähinnä Suomen Journalistiliiton Journalistin ohjeet ja Suomen IR-Yhdistyksen jäsenen ammatilliset ja eettiset periaatteet. Viimeksi mainitun yhteisön 26.4.2001 vahvistamat ohjeet ovat hyvä lähtökohta itsesääntelyalueen kehittämiseen, mutta eivät nykyisellään kuitenkaan tiukenna voimassa olevan lain ja sääntöjen ulottuvuuksia.

huomioon muitakin kuin vain oikeudellisia näkökohtia. Tällaisen periaatesuuntautuneen lain tulkinnassa yhtenä oikeustieteen ongelmana on yleisen selitystaustan puuttuminen. Asiat nähdään helposti irrallisina, joko satunnaisina ilmiöinä, joiden säännönmukaisuutta ei juuri ole tilastollisilla menetelmillä tutkittu, tai asiat on nähty oikeudenalakohtaisesti jaoteltuina ja valmiiksi laatikkoihin pantuina.⁴⁴ Tämä pätee myös arvopaperimarkkinoita koskevan tiedonantovelvollisuuden tutkimukseen [vrt. eräs tutkimustulos kuitenkin, luku 4.2.1].

Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuudella onkin oikeustieteellisen ulottuvuuden lisäksi yhteiskuntatieteellinen ja taloustieteellinen ulottuvuus. Arvopaperimarkkinoita voisi siten periaatteessa tarkastella yksin kustakin edellä mainitusta kolmesta suunnasta.

Työni yritystiedottamisen, markkinointiviestinnän ja median palveluksessa sekä erityisesti arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuden konsultointitehtävissä on johtanut pitämään poikkitieteellistä näkökulmaa tärkeänä. Käsitteiseni mukaan tiedonantovelvollisuuden kokonaisvaltainen tarkastelutapa on merkittävä oikeudelliselle tutkimustyölle.

Arvopaperimarkkinaosapuolten tiedonkäsittelyä, odotuksia ja toimintatapoja koskevassa tarkastelussa talous- ja yhteiskuntatieteelliset näkökulmat ovat tärkeitä. Markkinaosapuolet ovat keskenään vuorovaikutuksessa, mikä vaikuttaa niiden vastaiseen käyttäytymiseen ja toimintaan. Oikeustieteellistä tutkimus-aluetta sen sijaan on tutkia, millaisiin tiedonantovelvollisuuden tulkintavaihtoehtoihin arvopaperimarkkinoiden kehitys on antanut mahdollisuuden ja mikä on tämän kehityksen ja voimassa olevan oikeusjärjestyksen sisällön suhde.

Tutkimus kuvaa pörssiyhtiöiden tiedotusta koskevia periaatteita ja normeja sekä analysoi niitä. Tarkastelukulma on hyvin toimivat pääoma- ja rahoitusmarkkinat. Tiedottamisen tulisi herättää luottamusta sijoittajissa ja olla totuudenmukaista niin, että pääoma- ja rahoitusmarkkinoiden kokonaistaloudellinen funktio toteutuu. Pääoma- ja rahoitusmarkkinathan ovat olemassa pääomien kokonaistaloudellisesti tehokkaan allokoinnin toteutumiseksi. Pörssiyhtiöiden voimassa olevat tiedotusnormit tähtäävät tähän perustavoitteeseen. Tämän mukaan niitä tulee myös tulkita.

Tällaiselle työskentelyotteelle on tärkeää, että se on saanut kehittyä ilman vastuuseuraamuksien silmälläpitoa tai punnintaa ja ilman pyrkimystä kaikin osin kehittää vastuuasemaa koskevat yleiset näkökohdat kulloisenkin tilanteen vastuuseuraamuksia koskeviksi yksityiskohtaisiksi johtopäätöksiksi. Vaikka sanktiot arvopaperimarkkinarikoksesta ja -rikkomuksesta on määritelty, voi tutkimus tuoda uusia tunnusmerkkejä, joita koskevia sanktioita joudutaan ehkä arvioimaan uudelleen. Rikosoikeudellisen tunnusmerkistön kehittämisen sijasta olen kokenut tärkeämmäksi välittää osapuolten tiedonantovelvollisuuden

⁴⁴ J Tolonen 1985, 45.

toteuttamisen tulkintoja. Yhdessä tilanteessa normia noudatetaan yhdellä tavalla, toisessa tilanteessa taas toisella. Tilanteiden vertailu on tuonut mukanaan käsityksen tiedonantovelvollisuuden prosessinomaisuudesta. Kun prosessinomaisuus ilmenee eri tilanteissa eri tavoin, täytyy myös seuraamuksia arvioida kussakin tilanteessa erikseen.

Tutkimukseni tarkastelee voimassa olevia oikeussääntöjä, mutta samalla myös sellaista markkinaosapuolten käyttäytymistä, johon ei valvonnalla ole puututtu. Tutkimus on siten sekä oikeusdogmatiikkaa että oikeussosiologiaa. Nämä näkökulmat yhdistämällä pyritään saamaan selvyyttä siihen, millä tavalla voimassa olevia oikeussääntöjä pitäisi tulkita, jotta arvopaperimarkkinalain tarkoitus tasapuolisesta tiedonsaannista olisi mahdollista. Lainoppia ei siis nähdä riippumattomaksi muiden tieteenalojen tuloksista, joita on käytetty myös lähteinä.

Tiedonmuodostusprosessin ymmärtäminen on edellytys toimivalle normitukselle arvopaperimarkkinoilla. Osapuolilla on tiedonjulkistamisessa lukuisia toimintavaihtoehtoja, joiden oikeudellisilla vaikutuksilla on merkittävät erot. Näitä eroja ei ole juuri aiemmin systematisoitu oikeuskirjallisuudessa. Tämä tutkimus pyrkii antamaan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden epäselviksi jääneille termeille merkitysvaihtoehtoja.

Voimassa olevan oikeuden sisällön selvittämisen lähtökohtana on laki ja sen tulkinta. Tutkimuskysymyksiin ei kuitenkaan ole saatu vastausta vain tutkimalta säädösteksteistä tai lainsäätäjän esitöistä. Vastausten löytäminen on edellyttänyt analogiasovelluksia ja sen pohtimista, ilmentääkö jokin lain säännös oikeudessamme yleisesti voimassa olevaa normia (tai yleistä oikeusperiaatetta) ja mihin saakka sen vaikutus ulottuu. Analogiasovellukset ja oikeusnormien tai -periaatteiden ulottuvuus on avannut tiedonantovelvollisuussäännösten tulkinnan kohti yleistä varallisuus oikeudellista ajattelua.

Edellä olevasta ilmenee epäsuorasti, että tutkimuksen näkökulmat ovat syntyneet vaihteittain tutkimuksen edetessä. Yksi käytännön yritystoiminnassa havaittu tilanne ja sen erittely vaikutusketjuineen on avannut tietä laajempaan tarkasteluun. On pitänyt esittää kysymys yhden tilanteen yleistettävyydestä. Tämä on johtanut seuraavaan kysymyksenasetteluun, joka puolestaan on vaatinut tuekseen uuden näkökulman.

Tutkimuksen metodina⁴⁵ on ollut myös osallistuva, integroitunut tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen havainnointi. Asiakkaitteni toimeksiannosta olen ollut yksi tiedonantovelvollisuuden toteuttajista. Olen pyrkinyt havainnoimalla muodostamaan osapuolten tiedonantovelvollisuuden tulkinnoista malleja ja säännönmukaisuuksia. Tutkimuksen johtopäätöksiä ei ole kuitenkaan johdettu-

⁴⁵ *Kvalen*, 4, mukaan kreikan sana *metodi* tarkoittaa tietä, joka vie päämäärään. Hän soveltaa tätä kulkijan metaforaa kvalitatiivisiin haastatteluihin, joiden aikana haastattelija kulkee paikallisten ihmisten kanssa esittäen kysymyksiä ja saaden heidät kertomaan oman elämänsä tarinoita.

vissa yhdestäkään asiakassuhteesta tai käymästani yksittäisestä keskustelusta. Ne ovat yhdessä antaneet virikkeen tarkastella markkinakäyttäytymistä uudella, tässä tutkimuksessa esitetyllä tavalla.

Tekijän käytännön työssä ratkaisut ovat syntyneet usein eri vaihtoehtoja punniten. Keskusteluissa tavoitteena ei ole ollut mahdollisimman monen toimintavaihtoehdon etsiminen, vaan niissä on pyritty ennakoimaan parin kolmen harvan vaihtoehdon lopputulemia. ”Jos toimimme nyt näin, niin miten meidät tulkitaan ja mitkä ovat seuraukset?” Faktat ja merkitykset ovat muodostuneet yksittäisen tapauksen mukaan. Roolini näissä keskusteluissa on ollut kysyjän rooli, joka usein on muuttunut myös vastaajan rooliksi. Joskus roolit ovat limittyneet molemminpuoliseksi kysymiseksi. On päädytty moniin erilaisiin vastauksiin. Nämä kokemukset ovat osaltaan osoittaneet tiedonantovelvollisuuden normien monitulkintaisuuden.

Yhteinen piirre käydyissä keskusteluissa on ollut, että tiedonantovelvollisuutta koskevia havaintoja ei ole tehty missään kuvitellussa ympäristössä, vaan arkipäivän todellisuudessa. Keskustelukumppanini ovat olleet päätöksentekijöitä siinä, millä tavalla heidän edustamansa osapuoli lopulta toimii. He eivät ole välittäneet jonkun muun informaatiota, vaan ovat itse olleet tiedon ytimessä. Samalla kun olen koettanut ymmärtää muiden tekemiä tiedonantovelvollisuuden tulkintoja, olen yrittänyt tehdä niistä yleistyksiä, johtopäätöksiä ja malleja. ”Jos tässä tapauksessa toimitaan näin, niin mitä tapahtuisi, jos kaikki toimisivat aina näin?”

Tutkimuksessa käsitelty tapaukset ovat kuitenkin pääasiassa varsinaisen konsultointiurani jälkeiseltä ajalta. Jo aiemmin havaitut ongelmat tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa ovat saaneet asunsa käytetyissä esimerkeissä. Päätely on edennyt yleisestä yksittäiseen. Tällaisella päätelytavalla on deduktiivisia piirteitä. Se, että juuri nämä esimerkit ovat jääneet tämän tutkimuksen piiriin, on lähinnä sattumaa.

Tutkimuksessa olen pyrkinyt tyypittämään sellaista markkinaosapuolten toimintaa, jota ei ennen ole tyypitelty, hakemaan siitä säännönmukaisuuksia toiminnan taustasyiden ja motiivien kautta. Näin olen tehnyt siitäkin huolimatta, että yksittäiset tilanteet voivat näyttäytyä erilaisina. Yhdessä tilanteessa voivat olla esillä useat tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuspiirteet samanaikaisesti. Jotta tyypittäminen ylipäänsä olisi mahdollista, tilanteesta on otettu mukaan vain se aspekti, joka tutkimuksen kannalta on ollut kiinnostava. Sen vuoksi voi jonkin tilanteen kuvaus tuntua asiaa hyvin tuntevasta lukijasta yksinkertaistukselta. Tyypittäminen on tapahtunut kuitenkin sen painoarvon mukaan, mikä asioilla on käytännön työssä ollut.

Normina tiedonantovelvollisuuden sisältö kehittyy ajan mukana. Vallitsevat tavat ja niiden muutos täytyy tulkita kussakin ajassa uudestaan sitä mukaa, kun saadaan lisää tietoa lain piiriin kuuluvien ihmisten tai osapuolten noudattamista käytännöistä. Jos nämä käytännöt eivät ole sopusoinnussa tiedonantovelvoli-

suuden sisällön kanssa, lain normeja rikotaan ellei uutta tulkintaa ole kehittynyt. Tutkimuksella pyritään saamaan tätä tulkintaa paremmin näkyville. Osittain tästä syystä on myös jonkin verran jouduttu selostamaan markkinakäyttätymistä, jolla ei aina suoraan ole oikeudellisia vaikutuksia, mutta jonka ymmärtäminen on välttämätöntä markkinoiden kokonaistoiminnan ja pelisääntöjen hahmottamiseksi.

Tiedonantovelvollisuus käsittelee lukuisia oikeudellisesti vaikeasti hahmotuvia tekijöitä. Osaltaan on kyse viestinnästä, puheesta, teksteistä ja käyttäytymisestä sekä niiden liittymisestä lukemattomiin yritystilanteisiin. Mutta osaltaan tiedonantovelvollisuuden oikeudelliset vaikutukset eivät synny vain tiedottamalla tai siitä pidättäytymällä, vaan muullakin tavoin. Tiedonantovelvollisuuden taustalla vaikuttaa markkinoiden anonyymi luonne.⁴⁶ Ei ole aina olemassa selviä osapuolia, jotka olisivat jonkin nimenomaisen tiedon adressaatteja. Tieto ja siitä aiheutuva hyöty tai vahinko ovat vaikeasti eriyttävissä. Tiedon ajallinen sitovuus on hankala määritellä. Siksi roolien, motiivien ja käyttäytymisen tutkimukselle on annettava arvopaperimarkkinoilla suurempi merkitys kuin aiemmin ehkä ajateltiin olevan tarpeellista.

Rem tene, verba sequuntur -periaatteella eivät tässä tutkimuksessa käsiteltävät oikeudelliset kysymykset kuitenkaan ratkea.⁴⁷ Tarvitaan myös yhteiskuntatieteellistä tarkastelua. Toisaalta pelkästään yhteiskuntatieteen keinoin ei voida saada esiin tiedonantovelvollisuuden noudattamisen tai noudattamatta jättämisen oikeudellista tyypittämistä. Molempia tarvitaan. Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedonvälityksen tutkiminen antaaakin oikeudelliselle tutkimukselle enemmän kuin se voi antaa yhteiskuntatieteelliselle tutkimukselle.

⁴⁶ Kaikki markkinaosapuolet muodostavat yhdessä kollektiiviset, sattumanvaraiset markkinat, joiden luottamuksesta on kysymys. Arvopaperimarkkinoiden kaupankäynnin erityispiirteistä lisää ja tarkemmin, *Rudanko* 1998, 13–14. – Luottamus taas tulee ymmärtää sijoittajien kollektiivisen intressin eikä yksittäisen sijoittajan näkökulmasta. *Rudanko* 1998, 372. – Se, että tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta ei nähdä aiheutuvan vahinkoa kenellekään tai millekään tunnistettavalle sijoittajaryhmälle, ei kuitenkaan oikeuta tekoa. Samalla perusteella ei ilmansuojelurikokseen aiheuttaisi vahinkoa kenellekään. Vaikka ympäristöoikeudessa oikeudenhaltijoiden joukon rajaamisen vaikeus on oikeuksien kautta operoivan mallin heikkous, se ei merkitse, että oikeuksien ja velvollisuuksien verkostoa ei olisi. Ne on nimenomaan luotu ihmistä varten. Siksi ympäristönsuojelua voidaan pitää tärkeänä, vaikka ympäristöön kuuluvilla kohteilla (metsillä tai eläimillä) ei katsottaisikaan olevan täytäntöönpanokelpoisia oikeuksia, *Pirjatanniemi*, 26–27. – Luottamus arvopaperimarkkinoihin on yksi anonyymi kokonaisuus. Näin ollen vaikka ei tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta voida aina identifioida vahingon kärsinyttä osakkeenomistajaa (*victimless crime*), voi yksilöimätön sijoittajakollektiivi silti kärsiä vahinkoa. (Termiä *victimless crime* – rikos, jolla ei ole uhria – on käytetty kun on haluttu mm. kritisoida sisäpiirinsääntelyä.) Kritiikin mukaan sisäpiirinkaupasta ei aiheudu merkittävää taloudellista vahinkoa millekään tunnistettavalle sijoittajaryhmälle, *Timonen* 1997, 78–79. – Kysymys liittyy laajaan problematiikkaan asianomistajan asemasta yleensä (ks. esim. *Frände*, 16–34) ja erityisesti arvopaperimarkkinoilla *Tuomola*, 275–290 sekä KKO 2000:82).

⁴⁷ ”Tunne asia, niin sanat seuraavat”, toisin sanoen, asia ratkeaa itsestään vain tarkastelemalla sitä. Ulkopuolisia asioita ei tarvitse huomioida.

Työssä yritän selvittää, miten oikeussääntöjen sisältöä reaaliaimailmassa tulkitaan ja mitä oikeudellisia vaikutuksia tulkinnalla saattaa olla. Kokemukseeni perustuen olen tutkimuksessa pyrkinyt osoittamaan, miten eri osapuolet käytännössä tulkitsevat oikeussäännöissä ilmaistut tiedonantovelvollisuuden merkitykset ja kuinka näillä tulkinnoilla voi olla merkittäviä oikeusasemiin ulottuvia vaikutuksia.

Yritystoiminta ja sen ympäristö muuttuvat. Tiedonantovelvollisuutta sovelletaan uusissa tilanteissa. Uudenlaisetkin sovellusilmiöt täytyy yrittää jäsentää ja tyypitellä, koska tyypittely voi osaltaan näyttää suuntaa periaatteiden edelleen kehittämislle. Vain siten voidaan joustavasti hallita käytäntöjä ja tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden toteutumista. Kun oikeustieteessä pyritään muodostamaan periaatteista systemaattinen kokonaisuus, siinä tutkitaan erisuuntaisten periaatteiden ristiriitoja tai lähekkäisten periaatteiden päällekkäisyyttä. Tällöin joudutaan tekemisiin arvojen ja tavoitteiden koherenssin kanssa ja erittelemään periaatteisiin liittyvää arvostusten muutosta.⁴⁸

Tiedonantovelvollisuuden tarkastelu normatiivisena oikeudellisena tutkimuksena olisi ehkä ollut käyttökelpoinen ja sinänsä hyväksyttävä lähestymistapa. Osin yhteiskuntatieteellisestä katsannosta käsin joudutaan kysymystä rajoittamaan kuitenkin laajemmin. Tällöin avautuu uusia kysymyksiä, joilla on vaikutusta esimerkiksi johdon lojaliteettikysymykseen. Sitä taas on vajavaista käsitellä ilman osapuolten monipuolista motiivitarkastelua. Sopimusoikeuden prosessikäsitystä on lainattu itsenäisenä ajattelutapana, koska se tuo tiedonantovelvollisuuden tavoitteet nykyistä pistekäsitystä selvästi paremmin esiin.

Tiedonantovelvollisuus on muilla oikeudenaloilla usein helpommin määriteltävissä, koska sitä toteutetaan yleensä suhteellisen rajatulla vastuualueella. Yhtiön tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla on kuitenkin paljon diffuusimpi, koska liiketoiminta-alueita on rajattomasti, tapoja liiketoiminnan harjoittamiseen on yhtä paljon kuin ihmisiä ja tilanteet muuttuvat dynaamisesti koko ajan. Ei tiedetä tarkasti, mistä, miten ja milloin tietoa pitäisi antaa. Asioiden havaittavuus ja verifioitavuus on ulkopuoliselle hyvin vaikeaa. Näissä oikeudellisissa tulkintatilanteissa joudutaan tyypillisesti tekemään arvovalintoja esimerkiksi silloin, kun tiedonantovelvollisuuden normien tarkoituksen selvittämiseksi joudutaan laittamaan eri oikeuslähteitä etusijajärjestykseen. Mainitsen seuraavassa joitakin esimerkkejä.

Yhden markkinaosapuolen oikeus voi asettua toisen osapuolen oikeutta vastaan kun oikeuksia tarkastellaan kokonaisvaltaisesti ja samanaikaisesti. Näin esimerkiksi omistusoikeus voi olla ristiriidassa sen lainsäädännön kanssa, jonka mukaan on julkistettava kaikki sellaiset seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon.

⁴⁸ H Tolonen 2001, 129–131.

Toinen esimerkki: Perinteinen käsitys puolustaa median sananvapautta perusoikeutena, mutta tietyissä tilanteissa sitä vastassa voi olla omaisuuden suoja koskeva säännös. Kolmas esimerkki: Tiedonantovelvollisuus asettaa kaikille yrityksille samat velvoitteet. Yksi perustelu tähän on yritysten vertailukelpoisuus. Kuitenkin jotkin yritykset kykenevät toimimaan ja täyttämään lain velvoitteet muita paremmin. Tämän seurauksena laki asettaa suoraan sovellettuna yhtiöt eriarvoiseen asemaan.

Markkinatalouden ongelmista tulee juridisia ongelmia yritysmuotojen muuttuessa, tiedonvälityksen monipuolistuessa ja manipulointimahdollisuuksien lisääntyessä. Perinteinen juridiikka ajattelee, että yhtiö toimittaa päätöksen tai seikan markkinoille tiedoksi ja sen jälkeen sijoittaja tekee perustellun arvion osakkeen arvosta. Tässä pyritään osoittamaan, että osakkeen arvoa koskeva tieto ei etene näin. Tiedon julkistamisen oikeudellinen selvittäminen sen sisällön ja ajallisen toteuttamisen puolesta ei riitä. Täytyy olla muita kriteerejä, joilla voidaan arvioida, milloin yhtiö on täyttänyt laissa tarkoitetun tiedonantovelvollisuuden. Ilman muita kriteereitä tiedon julkistamisen oikeudellinen arvioiminen jää puutteelliseksi.

Tärkeä oikeudellinen sääntelykysymys onkin, missä määrin on tarkoituksenmukaista pitää sääntely lainsäätäjän käsissä ja viranomaisohjauksessa ja missä määrin sitä voidaan tosiasiallisesti delegoida itsesääntelyelimille.⁴⁹ Kysymys koskee arvopaperimarkkinoilla tärkeän itsesääntelyn ja pakottavan sääntelyn välistä suhdetta. Itsesääntelyn mahdollisuuksia toimia nopeana ja joustavana ohjauskeinona taas on vaikea käsitellä ilman markkinaosapuolten tiedonjulkistamistapoihin liittyviä motiiveja.

Vähäiset tiedonantovelvollisuutta koskevat oikeustapaukset ovat pakottaneet myös turvautumaan analogioihin vastaavanlaisista tilanteista, joissa on sovellettu toisen lain normeja. Nämä analogiat ovat ainakin jossain määrin arvopitaisia. Tiedonantovelvollisuuden oikeudellisessa tulkinnessa joudutaan lisäksi usein, ja tämän tutkimuksen kohdalla jatkuvasti, tarkastelemaan tilanteita moraalikannanottojen taustaa vasten, esimerkiksi kun arvopaperimarkkinoilla on kysymys heikomman suojasta tai etuaseman väärinkäytöstä.

1.7 LÄHTEISTÄ

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ei ole oikeustieteellisenä väitöskirjatutkimuksena käsitelty Suomessa lainkaan ja Pohjoismaissakin vain osana muuta arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta. Muuta tiedonantovelvollisuutta on käsitelty lähinnä siviili-, kauppa- ja arvopaperimarkkinaoikeuden osana.

⁴⁹ Vrt. *K Määttä* 2002, 138, joka viittaa keskusteluun joustavista ja yksityiskohtaisista normeista.

Ensimmäisten tiedonantovelvollisuutta käsittelevässä oikeuskirjallisuudessa on tarkasteltu jossain määrin tiedonantoperiaatteita, jotka ovat sovellettavissa myös jälkimarkkinoilla. Muu kirjallisuus on ollut lähinnä rahoitus- ja arvopaperimarkkinateoreettista, ja siinä on tarkasteltu informaation asemaa yleensä koko markkinoiden, mutta vähemmän yhtiön näkökulmasta.

Valtaosa tämän tutkimuksen lähdeaineistosta perustuu oikeustieteellisten ja rahoitus- ja laskentateoreettisten aikakauskirjojen materiaaliin. Se on ainakin jossain määrin korvannut sitä, että arvopaperimarkkinoiden informaatiota koskevat monografiat alkavat olla ikääntyneitä. Toisaalta käsitykseni kuitenkin on, että uusikaan informaatio inhimillisen päätöksenteon motiivitekijöistä ei perusteiltaan aikojen kuluessa paljonkaan muutu, vaikka se ilmenisikin kussakin ajassa eri tavoin. Nykytutkimuksen menetelmillä on informaatiosta kuitenkin voitu saada selville rahoitusteoriassa sellaisia motiiveja, joita on ennen pystytty vain oletamaan, mutta ei vahvistamaan [vrt. *Ekholmin* ja *Pasternackin* tutkimustuloksia luvussa 4.2.1].

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kotimaisia oikeustapauksia on ollut niin vähän, ettei yleisiä johtopäätöksiä niiden pohjalta ole voitu tehdä, eikä niistä siis ole paljon ollut hyötyä. Oikeuskäytännön merkitys ei ole voinut korostua myöskään siksi, että syyteharkintaan käytettävät resurssit ovat olleet suhteellisen vähäiset ja itsesääntelyllisten oikeustapausten pöytäkirjat eivät ole päätöksiä lukuunottamatta julkisia.

Monet käytännön esimerkit on otettu yhtiöiden pörssitiedotteista. Sanomalehtiartikkeleiden tarkoitus on puolestaan ollut toimia referenssiaineistona siitä, miten asiat tiettyinä hetkenä on nähty julkisuudessa. Ne ovat johdattaneet oikeudellisiin asemiin vaikuttavien käyttäytymisvaihtoehtojen tarkasteluun voima-olevaa oikeudellista ajattelua vasten.

Lähteet on kirjattu päätekstiin siten, että ne viittaavat tämän tutkimuksen lähdeluetteloon. Tämän mukaan kun tekstissä mainitaan niinkin tavallinen nimi kuin *Smith*, se viittaa vain Gabriel Smithiin, jonka nimi on lähdeluettelossa. Mikäli on useita samalla sukunimellä olevia tekijöitä, on erotuksen vuoksi mainittu etunimen ensimmäinen kirjain (*J Tolonen*). Mikäli lähdeaineistossa on saman tekijän useita julkaisuja, on nimen yhteydessä mainittu julkaisuvuosi (*Kaisanlahti* 1999). Jos samalla tekijällä on taas samana vuonna useita julkaisuja, on lähdeviitteessä vuosiluvun perään merkitty lisäksi aakkonen (*Mähönen* 2001a).

1.8 KÄSITTEISTÄ

Jos arvopaperimarkkinoiden osapuolilla olisi yhteinen näkemys tiedonantovelvollisuuden käsitteiden sisällöstä, niiden täsmällisen käytön avulla voitaisiin tarkemmin viitata merkityksiin, joihin voitaisiin ottaa oikeudellisessa mielessä

kantaa. Tiedonantovelvollisuuden keskeisten käsitteiden määrittelyt ovat epäselviä eivätkä siksi turvaa riittävästi sijoittajien tiedonsaantia ja markkinaluottamuksen säilymistä. Tällaisia käsitteitä ovat tiedon olennaisuus ja oikea-aikaisuus, joita tarkastellaan laajasti myöhemmin tässä tutkimuksessa. Tiedon nopea kumuloituminen ja jakelu, median välittämän tiedon yhä nopeampi siirtyminen hintoihin ja arvostuksiin sekä uudet yritystoiminnan muodot vaativat nykytilanteeseen paremmin soveltuvia, vivahteikkaampia ja tasapuolista tiedonsaantia paremmin turvaavia käsitteitä ja kriteerejä.⁵⁰

Käsitteiden epävarmuus aiheuttaa jännitteitä. Samalla kun tarkastellaan yksittäistä kysymystä, joudutaan katsomaan kokonaisuutta. Huomataan esimerkiksi, että vastaus saattaa olla erilainen, jos lähestytään kysymystä rajatun ja yksityiskohtaisen tai toisaalta yleisen näkökulman kautta. Tilanne on sama, vaikka kysymystä pohdittaisiin aika-akselillakin: vastaus on erilainen, jos sitä tarkastellaan lyhyellä tai pidemmällä aikavälillä.

Tässä tutkimuksessa käytetään useita sellaisia käsitteitä, jotka sinänsä saattavat olla muussa yhteydessä paljon käytettyjä, mutta oikeuskirjallisuudessa vain satunnaisesti. Tämä johtunee osittain siitä, että arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta koskeva poikkitieteellinen tutkimus on ollut suhteellisen niukkaa. Osaksi tämä voi johtua myös siitä, että pörssitiedottamisesta on keskusteltu vasta kymmenkunta vuotta arvopaperimarkkinalain tultua voimaan vasta 1989. Tämän vuoksi monille käsitteille ei ole syntynyt tähän yhteyteen vakiintunutta sisältöä. Tässä tutkimuksessa esitetään myös uusia käsitteitä.

Markkina-käsitteen määrittelystä riippuu, mistä näkökulmasta markkinoilla tapahtuvaa vaihdantaa tarkastellaan ja mitkä markkinaosapuolet [tarkemmin luku 4] vaikuttavat informaation ja sen edellytysten syntymiseen.⁵¹ Oikeuskirjallisuudessa tähän asti käytetyt markkinamäärittelyt⁵² eivät anna arvo-

⁵⁰ Vrt. Ruotsissa *af Sandeberg*, 286–287, näkee velkojainsuojan kehittyneen pitkän ajan kuluessa paremmin kuin sijoittajansuojan. Sijoittajien harvalukuisuus on yksi syy sijoittajansuojan laiminlyöntiin. Toinen syy on perinteiseen yhtiöoikeuteen perehtyneiden henkilöiden tottuttomuus käyttää pääomamarkkinoiden allokointifunktiota juridisena arviointikriteerinä. Kolmas on ruotsalaisen yhtiöoikeuden saamat vaikutteet saksalaisesta oikeudellisesta ajattelusta, jonka mukaan sijoittaminen pääomamarkkinoille tapahtuu omalla riskillä.

⁵¹ *Timonen* 1997, 199.

⁵² *Astola*, 1–2, tarkastelee markkinoita kaupattavien arvopapereiden, kaupankäyntiin osallistuvien sekä kaupankäyntipaikan ja -tavan kautta. Markkinamäärittelyn eräänlaiseksi yläkäsitteeksi hän asettaa rahoitusmarkkinat, joka puolestaan jakautuu useisiin alisteisiin markkinakäsitteisiin. *Sillanpää* 1994, 31, on erottanut toisistaan pääomamarkkinat, yrityksen määräysvaltamarkkinat ja johtajamarkkinat tarkastellessaan julkista ostotarjousta. Ks. myös *Bergström – Rydqvist*, 12–15. *Rudanko* sijoittaa arvopaperimarkkinat eri tasolle kuin ne (hyödyke)markkinat, jotka ovat kilpailu- (tai markkina)oikeudellisen tarkastelun kohteena. Mainitut eri tasojen markkinat tosin heijastavat toisiaan monissa suhteissa. Toisaalta yritysten suoritus hyödykemarkkinoilla sekä näiden markkinoiden rakenne ja toiminta vaikuttavat arvopapereiden arvoon pääomamarkkinoilla. Toisaalta pääomamarkkinat on yritysten näkökulmasta rahoitusmarkkinoita (sijoittajan näkökulmasta vastaavasti sijoitusmarkkinoita) ja valtamarkkinoita, joiden toiminta heijastuu hyödykemarkkinoille niiden rakenteeseen sekä yritysten toimintaan ja päätösvaltaan. Valtamarkkinoiden

paperi-informaation tutkinnassa riittävää kuvaa niistä moninaisista etu-ulottuvuuksista, joita yhtiön julkistama informaatio markkinoilla saa aikaan. Vaikka AML on tarkoitettu sääntelemään yhtiön toimintaa arvopaperimarkkinoilla, yhtiön tiedottamista ohjaavat sen oletetut vaikutukset kaikilla markkinoilla (pääoma-, rahoitus-, hyödyke- ja valtamarkkinoilla). Tämä saa aikaan monet johdon dilemmaan vaikuttavat tilanteet, joista johto koettaa selviytyä strategisella viestinnällä.

Tässä tutkimuksessa markkinat nähdään lähinnä *Dietrichin*⁵³ tapaan.

Dietrich nimeää markkinoiden eri osat seuraavasti:

- tavaroiden ja palvelusten vaihdanta sekä siihen liittyvät varallisuus-oikeudellinen järjestelmä ja sopimusjärjestelmä
- kommunikaatiojärjestelmä, jolla potentiaalisille asiakkaille tiedotetaan tavaroiden ja palvelusten saatavilla olosta, niiden hinnoista sekä laadusta ja määrästä
- tuottajien ja/tai myyjien saatavilla oleva informaatio tuotteiden kysynnästä.

Haluan laventaa *Dietrichin* määrittelyä niin, että kommunikaatiojärjestelmä ei rajoitu vain asiakkaisiin.⁵⁴ Markkinaosapuolet voivat kohdata myös tiedonvaih-totarkoituksessa, jolloin varsinaista kauppaa ei ostajan ja myyjän välillä tapahdu. Kohtaamisten onnistumiseen vaikuttaa tavoitteellinen ja sosiaalinen kommunikaatioympäristö, jossa toimii myös välittäjäosapuolia. Niiden ensisijainen intressi on ostajan ja myyjän kohtaamisten helpottaminen ja samalla oman liiketoiminnan edistäminen. Välittäjäosapuoliksi samassa toimintaympäristössä

katsotaan toteuttavan arvopaperimarkkinoiden valvontatehtävää. Kohteena ovat tällöin äänioikeudet eli omistukseen liittyvä määräysvalta, *Bergström – Rydqvist*, 12. – Valtamarkkinoiden valvontavaikutus perustuu siihen, että niiden välityksellä yrityksen resurssit ohjautuvat tehokkaampaan käyttöön. Määräysvallan vaihtumisen edellytyksenä on, että (1) joku arvioi saavansa yrityksen resurssista nykyistä suuremman hyödyn ja on siksi valmis maksamaan siitä (yleensä) markkinahinnan ylittävän hinnan ja (2) osakkaat arvioivat tarjotun hinnan paremmaksi kuin yrityksen osakkeista nykyisellään odotettavissa oleva tuotto (osinko + arvonnousu). Jos nämä ehdot täyttyvät, (3) yrityksen määräysvalta vaihtuu ja (4) markkinoiden tehostumaksi arvioima yritysjohto joutuu joko väistymään tai toteuttamaan ostajan päätöksentekoon perustuvaa strategiaa. *Timonen* 1998, 200. Vallanvaihdoksen toteutustapana on yritysosto laajasti ymmärrettyä eli joko määräysvallan hankkiminen itsenäisenä jatkavassa yhtiössä tai fuusio, *Bergström – Rydqvist*, 12. Tässä mielessä valtamarkkinat ovat keskeinen linkki pääoma- ja hyödykemarkkinoiden välillä. *Rudanko* 1998, 214. – *Timonen* 1998, 26, käyttää markkinat-termiä *Coasen* 1992, 16, tapaan yleisnimityksenä kaikille kaupankäynnin tai muun liiketoiminnan toimintaympäristöille. *Timonen* rajaa markkinat miksi tahansa ostajan ja myyjän kohtaamisen muodoksi, joka tekee kaupankäynnin mahdolliseksi, mutta ei terminologisesti mainitse muita osapuolia kuin ostajan ja myyjän pitäen tätä laajimpana mielekkäänä tapana määritellä markkinat.

⁵³ *Dietrich*, 76.

⁵⁴ Asiakkailta, ostajilta ja myyjiltä ymmärretään tässä osakkeiden konkreettiseen vaihdantaan liittyviä osapuolia.

lasketaan ne osapuolet, joiden tehtävänä ei edes ole ostajan ja myyjän kohtaamisen helpottaminen, vaan informaation tarjoaminen paitsi osapuolille myös muille markkinoita seuraaville.⁵⁵ Ne saavat muut osapuolet ylipäänsä kiinnostumaan toisistaan ja vaikuttavat osapuolten tekemiin strategisiin valintoihin.

Asymmetria tarkoittaa arvopaperimarkkinoilla toisen osapuolen tiedollista ylivoimaa toiseen nähden, informaatioasymmetriaa.⁵⁶ *Timosen* mukaan⁵⁷:

- 1) Informaatio on luonteeltaan asymmetristä, joten jokainen päätöksentekijä voi optimoida ratkaisunsa vain oman informaationsa pohjalta.
- 2) Informaation asymmetrisyys aiheuttaa tarpeen puuttua sääntelyllä tyypillisiin asymmetriatilanteisiin, erityisesti silloin, jos ne liittyvät oikeudellisesti relevantteihin eroihin osapuolten asemissa.
- 3) Asymmetrisyyttä voidaan lieventää informaation määrää ja laatua koskevalla sääntelyllä.
- 4) Sääntelyllä ei voida vaikuttaa päätöksentekijän kykyyn käsitellä informaatiota ja tehdä sen perusteella päätöksiä. Sääntelyllä voidaan kuitenkin joko rajoittaa etukäteisesti asymmetrian hyväksikäyttämistä taikka mahdollistaa jälkikäteinen puuttuminen sopimussuhteen sitovuuteen ja sisältöön.

Informaation asymmetria on lähestymistavasta riippuen joko mahdollinen, yleinen tai jopa tyypillinen päätöksentekotilanteen ominaisuus. Asymmetrinen informaatio on tosiasiallisesti nykyaikaisen vaihdannan tyyppitilanne: vaihdannan osapuolilla ei tavallisesti voi olla identtisiä ja täydellisiä tietoja vaihdannan kohteesta, sen arvoon vaikuttavista tekijöistä, toistensa preferensseistä eikä etenäkään toistensa toiminnasta ja siihen vaikuttavista tekijöistä tulevaisuudessa.⁵⁸ Siksi informaation laatu, saatavuus, käsittelymahdollisuudet ja niistä aiheutuva epävarmuus ovat keskeinen epävarmuutta ja kustannuksia aiheuttava tekijä vaihdannassa. Mitä suurempi on informaation itsensä merkitys oheis- ja

⁵⁵ Tutkimuksen tarkoituksen määrittelemä osapuolinäkemys käy selville kun verrataan tässä esitettyä osapuolinäkemystä *Astolan* osapuolinäkemyskseen. *Astolan* tarkastelussa liikkeeseenlaskemiensa arvopaperien jälkimarkkinoilla ei markkinaosapuolena enää ole liikkeeseenlaskija vaan myyjänä arvopaperin kulloinenkin haltija, vrt. *Astola*, 5.

⁵⁶ *Easterbrook – Fischel* 1984, 681. – Oikeustaloustieteen institutionaalisen käsityksen mukaan markkinoille luonteenomaisia piirteitä ovat tiedon asymmetria, toimijoiden opportunisti sekä rajoitettu rationaalisuus. Sijoittajien käyttäytymisoletuksista ja rationaalisuudesta on kirjoitettu paljon, ks. esim. *Williamsson* 1987, 44 ss. *Simon*, 209–224. *Eggertsson*, 9. Myös *Timonen* 1997, 70–73 ja *Rudanko* 1998, 191. – Asymmetrialla voidaan joskus tarkoittaa myös kompetensiasymmetriaa tai informaation saatavuusasymmetriaa, jotka voivat olla yhtä suuria ongelmia. ”På aktiemarknaden gäller – att den som har ett informations-respektive kompetensövertag kan använda detta i vinstsyfte. De kan dock aldrig utnyttja hela vinstpotentialen rörande en viss uppgift eftersom andra marknadsaktörer med samma kompetens kommer att uppnå samma informationsstandard inom loppet av en kort tidsrymd.” *Samuelsson*, 89.

⁵⁷ *Timonen* 1997, 76.

⁵⁸ *North* 1993, 108.

päätöshyödykkeenä, sitä suurempi on poikkeama neoklassisen mallin mukaisista täydellisen informaation markkinoista.⁵⁹

Tämä tutkimus tarkastelee tietoa yhden yhteiskunnan osan, markkinoiden, ohjaavana tekijänä. Siksi informaation asymmetrian vaikutuksia ei nähdä vain neoklassisen käsityksen mukaisina markkinahäiriöinä. Ne eivät ole yksin vain tyyppitilanteita, joiden toimintaan olisi puututtava erikoissääntelyn avulla. Informaation asymmetriakysymys koskettaa paitsi arvopaperimarkkinoiden, myös koko yhteiskunnan tasapainotilaa.⁶⁰ Informaatioasymmetria arvopaperimarkkinoiden ominaispiirteenä tekee informaatiosta keskeisen varallisuushyödykkeen.⁶¹ Informaatioasymmetria kytkee informaation saatavuuden ja oikeellisuuden sekä markkinaluottamuksen tiiviisti yhteen. [Asymmetriasta laajemmin ks. lukuja 5.3.1 ja 6.2 sekä myös 7.2.]

Opportunismi. Opportunistinen käyttäytyminen on yksilöiden taipumusta oman edun tavoitteluun (self-interest seeking with guile).⁶² Siinä on olennaista itsekkyytteen liittyvä petoksellisuus eli (a) valmius hyödyntää sopimustilanteessa ilmeneviä tiedon puutteita tai virheitä, sopimuskumppanin erehdyksiä tai hyväuskoisuutta tms. sekä (b) toimia vastoin lakia, sopimusta tms., jos siten voidaan saavuttaa riittävän suuri hyöty.⁶³

⁵⁹ Neoklassisen mallin mukaisessa päätös- tai valintatilanteessa jokaisella päätöksentekijällä on sekä riittävä informaatio että riittävästi tietoa, taitoa ja kapasiteettia sen käsittelemiseen, jotta rationaaliset maksimointipäätökset ovat mahdollisia. *Timonen* 1997, 75–76. – *Timonen* 1996, 153, pitää kuitenkin neoinstitutionaalista tutkimussuuntausta realistisempänä ja dynaamisempana, koska se tarjoaa paremmat välineet lainsäädännön ja sen muutosten merkitysten ja vaikutusten taloustieteelliseen analyysiin. Analyysin tulokset voidaan paremmin siirtää oikeustieteelliseen ja oikeuspoliittiseen argumentaatioon.

⁶⁰ *Tasapainotila* on käännös taloustieteessä vakiintuneesti käytettävästä termistä *equilibrium*. Taloudellista järjestelmää ei saa keinotekoisesti häiritä sääntelyllä tai ohjauksella, sillä ne vaikeuttavat tai estävät tasapainotilan saavuttamista. Yksilön kannalta tasapainotila vallitsee, jos hän ei voi tiettyssä päätöksentekotilanteessa kasvattaa hyötyään muuttamalla joko osto- tai kulutus- päätöksiään. *Timonen* 1996, 152. – *Kanniainen – Määttä – Timosen*, 30, mukaan on myös mahdollista, että epäsymmetrinen informaatio siihen sisältyvien ongelmien ohella voi yhtä lailla edistää markkinatohokkuutta.

⁶¹ *Kronman* 13, 22, 25. Myös *Posner* 1992, 109 ja *Rudanko* 1998, 221.

⁶² *Williamson* 1987, 47.

⁶³ *Timonen* 1997, 72–73. – Oikeustaloustieteessä on opportunistia pidetty rationaalisuuden rajallisuuden täydentäjänä erityisesti tehokkaan taloudellisen toiminnan järjestämisen yhteydessä. *Kaisanlahti* 1999, 56. *Williamson* tarkastelee opportunistia sopimusosapuolten päätöksenteon näkökulmasta, jolloin kyseessä ovat kahden tai useamman osapuolen väliset transaktiot ja niiden kustannukset. – *Coase* jakaa kustannukset osapuolten välisiin (i) kommunikaatiokustannuksiin (search and information costs), (ii) neuvottelu- ja päätöksentekokustannuksiin (bargaining and decision costs) ja (iii) valvontakustannuksiin (policing and enforcing costs). Suomenkielinen terminologia *Timosen*, 1997. Vaikka *Williamsonin Coasen* näkemyksen pohjalta kehittämä malli on kohdistettu ensi sijassa sopimusoikeudellisiin tilanteisiin, siitä voidaan tehdä johtopäätöksiä myös arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen nähden. *Williamsonin* mallin mukaan seuraamukset sopimuksen vastaisen menettelyn varalta eivät ole tarpeen sopimuksen noudattamisen varmistamiseksi sinänsä, vaan takeeksi siitä, etteivät sopimusta noudattavien edut vaarannu niiden vuoksi, jotka muuten rikkoisivat sopimuksensa.

*Markkinaluottamus*⁶⁴ on markkinakollektiivin luottamusta siihen, että valvonnan alainen järjestelmä, markkinoilla oleva tiedonvirta ja sen takana oleva käyttäytyminen ovat yhteensopivat ja yhdensuuntaiset, vaikkakaan eivät välttämättä samat ja yhtenevät [vrt. *Samuelssonin* luottamuksen syntymisperusteeseen luku 6.5]. Markkinaluottamuksen tarkastelussa on siten kyse tasapainosta, jonka perustana on toisaalta julkistettujen tietojen luotettavuuden ja toisaalta myös tiedonantovelvollisuuden tulkinnan relevanttiuden ja markkinaosapuolten käyttäytymisen luomien odotusten arviointi, ilman että toimintaa voidaan etukäteen kontrolloida. Tasapainon ja luottamuksen säilymistä ei voida etukäteen kontrolloida, mutta sen edellytyksistä voidaan huolehtia. Tästä huolehtiminen on kaikkien toimijoiden kollektiivisessa intressissä. [Markkinaluottamuksesta luvussa 4.1 ja median osalta myös 4.5.2.]

Markkinaluottamuksen edellytys on tasavertaisen tiedonsaannin turvaaminen ja vastaavasti oikeudettoman tiedonkäytön rajoittaminen.⁶⁵ Oikeudettoman tiedonkäytön rajoittaminen parantaa kunkin markkinaosapuolen oman roolin mukaista tiedonmuodostusta, mikä lisää markkinoiden tehokkuutta. Kullekin osapuolelle tulee taata edellytykset toimia roolinsa mukaan, mutta yhteisiä pelisääntöjä noudattaen ja niihin kannustaen.

Monien oikeus- ja velvollisuuskysymysten ratkaisu riippuu siitä, mitä tiedon muotoa tarkastellaan.

Strateginen viestintä. Yhtiön tiedotus on strategista viestintää (strategista käyttäytymistä), kun se pyrkii ennakolta suunniteltuna toimintana saamaan kohderyhmän omaksumaan halutun tiedonkäsityksen ja toimimaan halutulla tavalla ilman omien aikeiden paljastamista. Rajanveto strategisen ja ei-strategisen välillä on joskus vaikeaa, koska tiedotuksen strateginen merkitys vaihtelee. Strateginen viestintä on erotettava viestinnän strategiasta. Jälkimmäinen ker- too, millä keinoin ja millä aikataululla yhtiö tietyt (tuote- tai yrityskuvaan liittyvät) viestit aikoo markkinoille kertoa. [Strategisesta käyttäytymisestä ks. luku 4.1.]

Yhtiöntieto on yhtiön omassa hallussa olevaa tietoa itsestään, markkinoistaan ja toimintaympäristöstään. Tätä tietoa johto käyttää päätöksenteossaan. Se ei siis tarkoita ainoastaan niitä tietoja, jotka yhtiö on omasta toiminnastaan julkis- tanut pörssitiedotteena. Yhtiölle muodostuu paitsi raakatietoa (laskenta- ym.

⁶⁴ Markkinaluottamus-käsitettä on käytetty mm. kansantaloudessa yleisenä perusteluna ja yleisessä kielenkäytössä suhteellisen yleisin perusteluin. Esimerkiksi pääomaliikkeitä, kaupan vapauttamista ja markkinoiden sääntelyn purkamista on perusteltu sillä, että taloutta kohtaan syntyisi sijoittajien ”luottamus”. Jos jokin on epäonnistunut, niin ”luottamusta” on pidetty yllä korkeilla koroilla, joilla on yritetty estää ”epäluottamuksen” valuminen markkinoille. Kun tämä on epäonnistunut kriisin hoidossa, on haettu ”luottamusta” vapauttamalla markkinoita edelleen ja lisäämällä läpinäkyvyyttä.

⁶⁵ Vaikka tutkimus keskittyykin markkinaosapuoliin tutkimuksen rajauksessa käsitellyllä taval- la, rajoittaminen toteutuu ensi sijassa henkilökohtaisena vastuuna.

informaatiota mm. tuotannosta, markkinoista, asiakkaista, henkilöstöstä), myös näistä tiedoista jalostettua, tiivistettyä tietoa, joka on muokattu yhtiön strategiaksi ja liiketoimintasuunnitelmiksi [yhtiöntiedon perusominaisuuksista tarkemmin luku 4.2].

Sidosinformaatio tarkoittaa sellaista yhtiöinformaatiota, jonka yhtiö toimittaa markkinoille tarkoituksenaan lisätä yksittäin julkistettujen tietojen ymmärrettävyyttä. Se taustoittaa ja sitoo hajanaiset tiedot yhteen. Käsite liittyy tutkimuksen keskeiseen kysymykseen yksittäisen tiedon olennaisuudesta ja yhtiön tiedonantovelvollisuuden tarkoituksen täyttämisestä Sidosinformaatio ei sisältonsä luonteen vuoksi kuulu virallisen pörssitiedottamisen piiriin, vaan on osa jäljempänä esiteltyä passiivisen tiedotuksen käsitettä. [Sidosinformaatiosta lähemmin luvussa 3.1.]

Sijoittajantieto. Arvopaperimarkkinoita koskeva normisto on luotu silmälläpitäen hyvän taloudellisen tietämyksen omaavaa ns. huolellista sijoittajaa. Informaatio asiantuntijoille ja maallikoille nähdään tässä tutkimuksessa erilaisina. Kun ammattilaisen ja maallikon tiedontarpeet eroavat toisistaan, ei ole selvää, että lain tavoite tiedottamisen tasapuolisuudesta voi toteutua. [Sijoittajantiedosta laajemmin luvussa 4.3.]

Markkinatieto. Markkinatietoa on tasapuolisesti kenen tahansa vastikkeetta saatavissa oleva tieto, jonka yhtiöt ovat toiminnastaan julkistaneet tai joka on virallislähteistä saatavissa. Oikeudellisesti tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta markkinatietoa ei kuitenkaan ole se tieto, joka ilmenee markkina-arvossa. Markkina-arvoon vaikuttaa nimittäin myös se julkistamaton tieto, joka on syntynyt markkinaosapuolten omalla työllä tai yhteisen, vuorovaikutteisen toiminnan tuloksena ja jonka markkinaosapuolet ovat osto- ja/tai myyntikäyttämismisellään signaloineet markkinahintoihin. [Markkinatiedosta laajemmin luvussa 4.4.]

Mediantieto on median julkistamaa tai julkistamatonta tietoa yhtiöstä. Julkistettu mediantieto on markkinatiedon tulkintakoneiston osa, joka journalististen tavoitteiden lisäksi voi pyrkiä myös taloudellisten ja levikkietujen kasvattamiseen. Mediantieto voi sisältää yhtiön julkistaman tiedon lisäksi sen itse muista lähteistä hankkiman tiedon sekä näiden pohjalta luoman näkökulman, joka voi antaa yhtiön julkistamille tiedoille kokonaan toisen merkityksen, kuin yhtiö omalla tiedonjulkistuksellaan on tarkoittanut. Mediantieto voi pahimmillaan sisältää myös huolimattomuudesta johtuvia virheellisiä ja harhaanjohtavia tietoja yhdistyneenä laajaan huomioarvoon. [Mediantiedosta laajemmin luku 4.5.]

Medialla tarkoitetaan yleisterminä käytetystä julkaisutekniikasta riippumatta yhtiöiksi organisoituneita joukkotiedotusvälineitä, joilla on nimetty päätoimittaja. Tällaisia joukkotiedotusvälineitä ovat esimerkiksi sanoma- ja aikakauslehdet ja niiden sähköiset versiot, televisio sekä radio. Media-sanaa käytetään lähinnä sen lyhyden ja yleismerkityksellisuuden vuoksi. Sanan media sijasta

voidaan käyttää myös sanaa tiedotusväline, mitä sanaa käytetään AML:ssa. Silloin kun puhutaan yhtiön tiedottamisen keinoista, saatetaan käyttää sanaa väline tai kanava eikä media. [Median roolia tarkastellaan useissa luvuissa.]

Aktiivinen tiedottaminen on lain tarkoittama yhtiön tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen akti. Arvopaperimarkkinalain näkökulmasta yhtiötä koskeva olennainen tieto voi tulla markkinoille *ainoastaan* siten, että yhtiö itse julkistaa tiedon aktiivisesti pörssin määrittelemällä tavalla.

Passiivista tiedonmuodostusta on kaikki se markkinoilla tapahtuva, yhtiötä koskeva tiedon tai näkemyksen muodostus, johon yhtiö ei ole osallistunut pörssin määräämällä tavalla. Se sisältää kaiken muun yhtiön tiedottamisen. Se voi yleiskielisesti olla hyvinkin aktiivista, mutta se ei täytä edellä mainitun aktin tunnusmerkkejä. Se ei siis ole passiivista muutoin kuin verrattaessa sitä edellä määritellyllä tavalla aktiiviseen tiedottamiseen. Passiivinen tiedonmuodostus voi oikeudellisilta vaikutuksiltaan olla vaikeasti havaittava, koska tieto tulee markkinoille sellaisia kanavia pitkin, joita kaikilla sijoittajilla ei ole mahdollisuus seurata. Valtaosa yhtiön tiedottamisesta on tältä oikeudelliselta kannalta siten passiivista tiedonmuodostusta [passiivisesta tiedonmuodostuksesta laajemmin luvussa 3.3].

Pistemäinen tiedotus on katkelmallisia tapahtumia, yksittäisiä seikkoja ja erityistilanteita koskevaa tiedotusta, joka kyllä täyttää nykyiset normivaatimukset, mutta ei lain periaatetta eikä sijoittajan tiedontarvetta. Markkinavalvonnan katsotaan kohdistuvan vain pistemäisiin, katkelmallisiin ja helposti verifioitaviin hetkiin. Pistemäisessä tiedotusvastuussa yhtiöntiedon oikeusvaikutuksen syntymisajankohta on määritettävissä, se alkaa jonain hetkenä ja päättyy tiedon julkistukseen. [Pistemäisestä tiedotuksesta luvussa 3.1.]

Prosessinomainen tiedotus muodostuu sekä pistemäisestä tiedotuksesta että jatkuvasta tiedottamisesta ja osapuolten ajan tasalla pitämisestä. Se on tiedotusta, joka kussakin tiedotustapahtumassa ottaa referenssipisteinä huomioon aiemmin julkistettut tiedot ja tietojen merkityksen yhtiön kokonaisuudessa ja liiketoimintalogiikassa. Se ottaa siten huomioon sekä aktiivisen että passiivisen tiedotuksen sisällön. Prosessinomainen tiedotusvastuu ei ala eikä pääty osoitettavissa olevina hetkinä, vaan se on jatkuvaa. [Prosessinomaisesta tiedotuksesta luvussa 3.3.]

Prosessi. Oikeudellisena terminä prosessi tarkoittaa yleensä lailla järjestettyä menettelyä, jolla valtiovalta vahvistaa ja tarpeen vaatiessa pakolla toteuttaa sen, mikä yksittäistapauksessa on oikein.⁶⁶ Tässä tutkimuksessa prosessi (lat. *procedere*, edetä, kulua) merkitsee etenemistä kohti tiettyä päämäärää, tapahtumasarjaa, kehitystä tai järjestettyä ja ohjattavaa tarkoituksellisten toimintojen sarjaa.⁶⁷

⁶⁶ Tirkkonen, 1.

⁶⁷ Valpola: Suuri sivistyssanakirja.

Esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden prosessinomaisuudesta puhuttaessa tullaan lähelle sopimusoikeudellista prosessikäsitystä, jolla tarkoitetaan sitä, että sopimuksen syntyminen on mahdollista myös vaiheittain.⁶⁸

Informaatiovarallisuus on informaatioon liittyvä oikeus, sen tuoma etuasema ja roolinmukainen toimimismahdollisuus. Tällainen oikeus voi olla oikeutta informaatioon ja olla sitä julkistamatta, erityisesti jos sen hankkimisesta on aiheutunut kustannuksia. Informaatiovarallisuuteen kohdistuvien oikeuksien tulisi turvata investoinnista saatava hyöty. Informaatiovarallisuus jakautuu ulkoiseen ja sisäiseen osaan [Informaatiovarallisuudesta laajemmin osassa V.]

Yhtiöllä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa sellaisia julkisia osakeyhtiöitä, joiden oman tai vieraan pääoman ehtoinen arvopaperi on otettu julkisen kaupan käynnin kohteeksi. Tällaisia arvopapereita voivat olla osakkeet, optio-oikeudet, vaihtovelkakirjat ja yhtiön liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat.⁶⁹

Liikkeeseenlaskija on yhtiö, jonka jonka arvopaperien vaihdantaan voivat osallistua muutkin kuin ennalta määrätyn joukon jäsenet.⁷⁰ Yleensä tämä tarkoittaa suurta yleisöä.

Johdolla ymmärretään tässä ensi sijassa yhtiön toiminnasta oikeudellisesti vastuussa olevaa operatiivista johtoa, lähinnä hallitusta, toimitusjohtajaa ja varatoimitusjohtajaa, joita koskevista henkilömuutoksista on pörssin sääntöjen⁷¹ mukaan erikseen tiedotettava.⁷² On kuitenkin huomattava, että edellä kuvattu johto ei käytännössä laadi itse pörssitiedotteita, vaan siitä huolehtivat tiedotuksesta, sijoittajasuhteista, talous- ja lakiasioista vastaavat henkilöt yhtiössä erikseen sovitulla tavalla.

Tiedonanto-termiä on tässä tutkimuksessa käytetty paljon. Tiedonanto-termin käyttö perustuu lain tekstiin, jossa puhutaan juuri tiedonantovelvollisuudesta. Velvollisuus antaa tiedonanto merkitsee tiedon *julkistamista* pörssin sääntöjen ja tarkemmin annettujen ohjeiden mukaisesti [ks. tarkemmin luku 2.2]. Tiedonanto-termi on siten pyritty liittämään juuri edellä mainittuun julkistamistapaan, ja tällöin se tarkoittaa tavallisesti pörssitiedotetta. Myös tiedonjulkistus tarkoittaa samaa. Sen sijaan termit *tiedottaminen*, *tiedottaa*, *lausuma* voivat merkitä tietojen antamista jollekin osapuolelle myös muulla kuin pörssi-sääntöjen tarkoittamalla tavalla.

Yhtiöiden lain määäämästä tiedottamisesta vastaavat ammattilaiset puhuvat yleensä tiedottamisen yhteydessä viestinnästä, sijoittajaviestinnästä, sijoittaja-

⁶⁸ Halila – Tepora, 141.

⁶⁹ Julkisen ja yksityisen osakeyhtiön eroista tarkemmin esim. Airaksinen – Jauhiainen, 68 ss.

⁷⁰ HE 157/1988, 22. Määrittelystä ja rajanvedosta tarkemmin Astola, 30.

⁷¹ Pörssiyhtiön on julkistettava henkilömuutokset, jotka koskevat yhtiön hallintoneuvostoa, hallitusta tai pankin johtokuntaa sekä toimitusjohtajaa ja varatoimitusjohtajaa. HAOS (A5.35).

⁷² Käsitteestä Toiviainen 1992, yleensä 203–204, toimivan johdon käsitteestä 236–238. Toiviainen katsoo hallituksen ja toimitusjohtajan muodostavan yhdessä osakeyhtiön toimivan eli operatiivisen johdon.

suhteista. Viestintä-termiä AML ei tunne. Käsitteiden tiedottaminen ja viestintä oikeudelliset erot ovat toiset kuin vastaavien käsitteiden tiedotusopilliset erot.

Vaikka viestintä on tiedotusopillisesti laajempi ja syvempi käsite, oikeudellisesti se sisältää ongelman. Vaikka jokainen viestinnän ammattilainen pyrkii eri osapuolten kanssa vuoropuheluun, viestinnän harjoittajien näkökulma on aina jossain määrin kallistunut isännän äänen puolelle. Arvopaperimarkkinoilla kukin osapuoli hoitaa oman tehtävänsä itsenäisesti. Tiedonantovelvollisuus merkitsee yksipuolista velvollisuuden täyttämistä, ja vastuun osoite on selvä: se on aina yhtiö. Sijoittajapuolella ei siten ole yhtiön tiedonannolle olemassa tunnistettavaa, fyysistä adressaattia, joka voisi käyttää anonyymin sijoittajakunnan puolesta puhevaltaa yhtiön suuntaan ja sanoa, milloin viestinnän toinen puoli, palaute, olisi saatettu yhtiölle ymmärrettävällä tavalla, jolloin yhtiö näin olisi täyttänyt viestintävelvollisuutensa. Osittain tämän käsitteellisen sekaannuksen välttämiseksi käytetään tässä tutkimuksessa tiedonannon julkistamisesta myös termiä tiedottaa ja tiedottaminen.

Itsesääntely. Itsesääntelyllä on arvopaperimarkkinalaissa merkittävä asema. Itsesääntelyllä tarkoitetaan yhteisön jäsenten yhteisesti hyväksymiä normeja ja niitä koskevaa yksityistä (ainakin osittain ei-julkista) kontrollia, joiden nähdään ohjaavan toimintaa ja jäsenten käyttäytymistä.⁷³ Lain normit luovat puitteet itsesääntelyohjeiden kehittämiseksi. Itsesääntelynormit ovat alan toimijoille helppoja käyttää ja antavat toisaalta myös oikeudenkäytölle suuntaa siitä, mitä käytännön toiminnassa pidetään tärkeänä. Niinpä itsesääntelynormit ovat alan toimijoille keino osallistua lain kehittämiseen yhteistyössä tuomioistuinten kanssa.⁷⁴ Markkinapaikan ja markkinaosapuolten harjoittama itsesääntely ei kuitenkaan ole täysin vapaata. Sitä rajoittaa lainsäädännössä hallintoviranomaiselle annettu valta valvoa itsesääntelynormien lainmukaisuutta ja tehokkuutta.⁷⁵ Tässä yhteydessä ei ole kuitenkaan yksinkertaisuuden vuoksi haluttu tehdä tarkempaa erottelua sen välillä, olisiko esimerkiksi pörssin kohdalla aiheellisempaa käyttää mieluummin termiä yhteissääntely kuin itsesääntely.⁷⁶ [Itsesääntelyä ei erikseen ole sääntelymenetelmänä käsitelty, sen sijaan sen sisältämiä normeja kyllä.]

Muista vähemmän käytetyistä käsitteistä (kuten corporate governance) on pyritty esittämään lyhyet kuvaukset alaviitteissä tai asianomaisessa yhteydessä.

⁷³ Samuelsson, 322.

⁷⁴ Galanter, 29–30. Vaikka itsesääntelyllä yleensä tarkoitetaan Helsingin Arvopaperipörssin itse kehittämiä sääntöjä, termiä ei ole rajattu vain pörssiin. Jokaiselle toimialalle, professionille (analytikoille, toimittajille, meklareille, sijoittajasuhteista vastaaville, tilintarkastajille) ja myös yksittäiselle yritykselle on tarpeellista kehittää omaa itsesääntelyään.

⁷⁵ Astola, 35.

⁷⁶ Itsesääntelyn, yhteissääntelyn ja tehostetun itsesääntelyn erotteluista tarkemmin esimerkiksi Ayres – Braithwaite, 101 ss.

1.9 RAKENTEESTA

Tutkimuksessa on kuusi osaa: 1) Johdanto, 2) Tiedonantovelvollisuuden uudelleenarviointi, 3) Tiedonantovelvollisuuden oikeudelliset ulottuvuudet, 4) Tiedonantovelvollisuuden oikeudellisten ulottuvuuksien vaikutukset, 5) Informaatiovarallisuus ja 6) Lopuksi.

Johdanto-osan 1. luvussa käydään lyhyesti läpi tutkimuksen lähtökohdat ja keskeiset ja läpikulkevat käsitteet, jotka ovat oleellisia tutkimuksen poikkitieteellisten näkökulmien ymmärtämiseksi. Luvussa 2 käydään läpi, millaisella markkinasääntelyllä on kaikille pyritty antamaan mahdollisuus tasapuoliseen vaihdantaan kuvaamalla sekä lain normit että itsesääntelyn käytössä olevat ohjeet.

Toisen osan muodostaa kaksi lukua. 3. luku on oikeastaan välijohtopäätös johdanto-osassa ilmi käyneistä tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen ongelmista. Pistekäsityksen sijaan tiedonantovelvollisuutta olisi tarkasteltava prosessinomaisesti. Esitettävä havainto ei kuitenkaan vielä riitä osoittamaan, mitä uusia oikeudellisia ulottuvuuksia tiedonantovelvollisuuteen liittyy. Siksi luvussa 4 käydään läpi markkinaosapuolten tiedonmuodot ja se, miten ne eroavat toisistaan. Tämä muodostaa kehityksen seuraavalle osalle.

Kolmas osa koostuu yhdestä luvusta (luku 5), mutta neljästä kappaleesta. Niissä esitetään, että tiedonantovelvollisuudella on kaikkiaan neljä oikeudellista ulottuvuutta, joita on tarkasteltava ennen kuin voidaan arvioida, onko yhtiö täyttänyt arvopaperimarkkinalain vaatimukset tiedonantovelvollisuudesta. Ennen kuin tiedonjulkistaminen on edes mahdollista, yhtiöllä täytyy olla (5.1) edellytykset tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen. Tietoa yhtiöön kertyy paljon, mutta sitä, milloin tiedolle on annettava (5.2) olennainen merkitys, on tarkasteltava sekä systeemi- että laadullisen arvioinnin kautta. Tiedon julkistamisen jälkeen tiedosta on pidettävä (5.3) huolta, koska muutoin sen merkitys markkinoilla saattaa vääristyä. Vaikka edellytyksen, olennaisuusarvioinnin ja tietohuollon voi helposti nähdä seuraavan kronologisessa tapahtumaketjussa toisiaan, tiedon luonne on kuitenkin mosaiikkimainen. Vähäinen tieto voi muuttua merkittäväksi ja päinvastoin, vanha tieto voi aktivoitua uudestaan ja sen vahvuudella voi eri ajallisissa yhteyksissä olla erilainen merkitys. Siksi osan päätteeksi tarkastellaan tiedonantovelvollisuuden (5.4) ajallista ulottuvuutta.

Neljännessä Tiedonantovelvollisuuden oikeudellisten ulottuvuuksien vaikutukset -osassa lähestytään tiedonantovelvollisuuden kautta informaation suhdetta varallisuuteen. Sijoittajan yhtiöntietoon kohdistuvat perustellut odotukset (6. luku) avaavat tiedon suhteen varallisuuteen. Osoitetaan, että tiedolla on varallisuusoikeudellisia ulottuvuuksia ja määritellään niiden olosuhteita ja perusteita. Informaatiovarallisuuden hoito ja ylläpito ei yhtiössä ole mahdollista ilman lojaliteettia (7. luku), mikä tehostaa tiedonantovelvollisuuden toteuttamista. Tiedon olennaisuus saa lojaliteetista yhden itsesääntelyä tehostavan ja korostavan näkökulman.

Viidennessä osassa osoitetaan, että vaikka sijoittajalla on oikeus tietoon, informaatio on kuitenkin luonteeltaan aina mosaiikkimaista eikä täyttää kuvaa sijoittajalle voida antaa. Sitä kuitenkin vaaditaan, että tieto on julkistetulta osaltaan aina yhdensuuntaista yhtiön toiminnan kanssa. Tietoon sitoutunut informaatiovarallisuus on jatkuvassa kierto- ja aaltoliikkeessä, josta syntyy taloutta, kilpailukykyä ja tehokkuutta eteenpäinvievä voima. Jos tämä koko yhteiskuntaa kehittävä vievä voima heikkenee, siitä kantavat vastuun kaikki harhaanjohtavaa tietoa levittäneet, erityisesti yhtiö ja media. Tässä kohden tutkimus kohtaa uuden, mutta keskeisen probleeman omaisuuden suojan ja sananvapauden taustaintressien kollisiosta.

Yhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laajentamisella on useita vaikutuksia. Kuudennessa osassa, tutkimuksen johtopäätöksissä palataan takaisin lähtökohtaan, markkinaluottamukseen. Sen horjuminen on pahin seuraus arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle. Siitä kantavat vastuun kaikki markkinaosapuolet. Markkinaluottamukselle tapahtunut vahinko on kaikkien vahinko, *public bad*.

2 Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden normisto

Suomessa arvopapereiden kauppaa ja liikkeeseenlaskua koskivat 1980-luvun lopulle saakka yleiset sopimus-, velvoite- ja kauppaoikeudelliset normit sekä yhteisöoikeuden säännökset. Lainsäädännön puuttuessa toimintaa arvopaperimarkkinoilla oli säännelty markkinapaikkojen ja markkinaosapuolten laatimin itsesääntelynormein. Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan säännöt, ohjesääntö ja järjestyssääntö tulivat voimaan vasta 1980-luvun puolivälissä.⁷⁷

Itsesääntelynormeja ei pidetty riittävinä monestakaan syystä.⁷⁸ Itsesääntelyllä voitiin tavoittaa vain ne, jotka jäsenyyden tai tekemiensä sopimusten nojalla olivat velvollisia noudattamaan normeja.⁷⁹ Toiseksi itsesääntelynormien tehokkuutta normien antajaan nähden ei voitu valvoa. Ja kolmanneksi katsottiin, etteivät itsesääntelyn silloiset sanktiomuodot⁸⁰ olleet riittäviä seuraamuksia markkinoiden toimintaa uhkaavista menettelytavoista. Mutta itsesääntelyllä nähtiin olevan toisaalta suuri merkitys sijoittajien luottamuksen säilymiselle. Sen katsottiin puolustavan paikkaansa lainsäädännön ja sen nojalla annettujen viranomaismääräysten rinnalla. Itsesääntely nähtiin lainsäädäntöä joustavamaksi tavaksi antaa tarkempia määräyksiä markkinaosapuolille ja ottaa huo-

⁷⁷ Astola, 15.

⁷⁸ Itsesääntelyn hyvistä ja huonoista puolista ks. *Samuelsson*, 322–323.

⁷⁹ Toisaalta *Leskinen*, 2, on katsonut tuomioistuimen voivan soveltaa itsesääntelyssä luotuja ammatillisia ohjeita oikeudellisina tapanormeina, jos riittävän arvovaltainen instituutio on ne asettanut ja tulkitsee niitä, jos yhteisö on ne riittävän kattavasti hyväksynyt ja jos ne ovat vakiintuneet. *Leskinen* esimerkiksi katsoo Journalistien ohjeiden täyttävän em. sitovuuskriteerit.

⁸⁰ Silloiset sanktiomuodot Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunnan 17.10.1984 vahvistettujen sääntöjen mukaan (muutettu 26.5.1987) olivat pörssin johdon muistutus, jota voitiin tehostaa huomautuksella, noteerauksen keskeyttämisellä, listalta poistamisella, sopimussakolla ja osuuskunnasta erottamisella. Osuuskunnan säännöt 73§. Mitään sanktiota ei tiettävästi käytetty kertaa-kaan. Markkinavalvontaa uusittiin 2001 ja Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan säännöt tulivat voimaan 10.12.2001. Valvonta kattaa sen, että epäillyt normirikkeet tutkitaan ja niistä määrätään seuraamus. Kurinpitoliikkeenä toimi pörssin tähän tehtävään nimeämä kurinpitolautakunnan sihteeri sekä kurinpitolautakunta, johon kuului pörssistä ja APK:sta ja näiden emoyhtiöstä HEX Oyj:stä riippumattomat ulkopuoliset asiantuntijat, jotka nimitetään kolmeksi vuodeksi kerrallaan. Uusissa säännöissä on kolme keskeistä muutosta. Tärkein on, että kurinpidolliset tehtävät siirrettiin pois pörssin toimitusjohtajalta kurinpitolautakunnalle ja lautakunnan sihteerille. Toiseksi säädettiin kurinpitomaksujen suuruudesta. Lisäksi lautakunnan toimivaltuudet laajennettiin johdannaispörssitoimintaan. Nykyiset sanktiomuodot ovat muistutus (joko kurinpitolautakunnan tai sihteerin antamana), huomautus, kurinpitomaksu (yhteisölle vähintään 10 000 ja enintään 200 000 euroa, luonnolliselle henkilölle vähintään 1 000 ja enintään 10 000 euroa) tai arvopaperin poistaminen pörssilistalta. HAOS A2.2 Kurinpitomenettely ja Kurinpitolautakunnan säännöt. Vrt. Ruotsin vastaava säännöstö, *Samuelsson*, 214.

mioon arvopaperien vaihdantaan vaikuttavat muutokset talouselämässä.⁸¹

Nykyisin arvopaperimarkkinoita säännellään lainsäädännöllä⁸² ja markkinaosapuolten omalla itsesääntelyllä. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden normisto koostuu näin arvopaperimarkkinalaista, joka tuli voimaan 14.7.1989, ja Rahoitustarkastuksen viranomaiskannanotoista sekä Helsingin Arvopaperipörssin ohjesäännöstä. Lisäksi yhtiön tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen vaikuttavat markkinaosapuolten muu, omaehtoinen itsesääntely ja tapanormit. Useimmissa maissa nämä sääntelytavat kulkevat rinnakkain.⁸³

Koska Rahoitustarkastuksen kannanotoilla ei ole normin asemaa, ne on esitetty tässä sitovien pörssin sääntöjen jälkeen.

2.1 ARVOPAPERIMARKKINALAKI

Arvopaperimarkkinalailla on yhtymäkohtia moniin oikeudenaloihin. Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuden taustalla vaikuttavat velvoite- ja yhtiöoikeudelliset säännökset sekä kaupankäyntiä koskevat yleiset sopimus- ja kauppaoikeudelliset normit. Näiden pohjalle on rakennettu erityisesti arvopaperimarkkinoita ja siellä tapahtuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset.

Uudemman *sopimusoikeuden* suuntaan tiedonantovelvollisuus koskettaa vaurautumis-, luottamuksensuoja- ja avoimuusperiaatetta. *Yhtiöoikeuden* kanssa tiedonantovelvoite yhtyy johdon huolellisuusvelvoitteen tavoitteisiin. *Arvopaperimarkkinaoikeuden* näkökulma on lähes identtinen *markkinaoikeuden* kanssa sellaisissa säännöksissä kuin hyvän tavan⁸⁴ tai totuusvelvollisuuden noudattamista koskevissa AML 2:1–2:ssa, 3:16:ssa ja 4:1:ssa. Muutoin, esimerkiksi tiedonantovelvollisuutta ja sisäpiirin toimintaa koskevissa säännöksissä, näkökulma suuntautuu osaksi markkinaoikeuden, mutta osaksi yleisen *siviilioikeuden* suuntaan. Tällaista tulkintaa, joka tuo esille AML 9:2 vahingonkorvaussäännöksessä tarkoitetun siviilioikeudellisen ulottuvuuden, voidaan perustella erityisesti sijoittajansuoja-aspektilla.⁸⁵

Tiedonantovelvollisuuden asettamisen tavoitteena on arvopaperimarkkinoiden mahdollisimman suuren puolueettomuuden ja tehokkuuden varmistaminen. Sen vuoksi on laissa annettu määräyksiä niin arvopapereita markkinoiville, niitä liikkeeseen laskeville, arvopaperipörssille ja muille markkinapaikoille

⁸¹ KM 1987: 44, 262–263.

⁸² Ks. aikaisemmista arvopaperimarkkinoita koskevista lainsäädäntöhankkeista KM 1987: 44, 17.

⁸³ Osakemarkkinoiden sääntelyn historiasta, ks. *Samuelsson*, 36–80.

⁸⁴ Hyvän tavan vastaisuudesta varallisuusosoikeudessa, *Pöyhönen* 2000, 97 ss. ja *Tammi – Salmi*, 239 ss.

⁸⁵ *Rudanko* 1998, 215. Sijoittajansuoja lähellä kuluttajansuojaa, 61–62.

ylläpitäville.⁸⁶ Näiden tahojen tiedonantovelvollisuudesta arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista on otettu lakiin yleisluontoisia säännöksiä. Muu tiedonantovelvollisuuden yksityiskohtainen sääntely pidettiin tarkoituksenmukaisena jättää itsesääntely varaan.⁸⁷

Jotta ne, joilla on pääomaa, sijoittaisivat sitä arvopapereihin, heidän on voitava luottaa siihen, että arvopaperimarkkinat toimivat tehokkaasti ja puolueettomasti. Tehokkailla markkinoilla arvopapereiden hintoihin heijastuvat tiedot arvopapereista itsestensä, niiden liikkeeseenlaskijoista, arvopaperien vaihdannasta sekä yleistaloudellisesta tilanteesta. Sijoittajan uskotaan pystyvän saamansa tiedon perusteella tekemään järkevän, perustellun arvion. Puolueettomilla markkinoilla kaikki osanottajat ovat tasavertaisia tiedonsaannin suhteen.⁸⁸

Näiden tavoitteiden täyttämiseksi julkisia yhtiöitä koskevasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään useilla säännöksillä AML:n 2. luvussa, joka on otsikoitu ”arvopaperien markkinointi, liikkeeseenlasku ja tiedonantovelvollisuus”.

Lain 2. luvun alku kuuluu:

”Arvopaperien markkinointi, liikkeeseenlasku ja tiedonantovelvollisuus

1§ Arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä.

Edellä 1 momentissa tarkoitettu tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava ja täydennettävä riittävällä tavalla. (10.7.1998/522)”

Säännökset koskevat muun muassa arvopaperien liikkeeseen laskemisen yhteydessä noudatettavaa tiedonantovelvollisuutta.

”2§ Joka laskee yleiseen liikkeeseen arvopaperin tai huolehtii toimeksiannon nojalla arvopaperin liikkeeseenlaskusta, on velvollinen pitämään merkitsijöiden saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista ja julkistamaan arvopaperin merkintäpaikan.”

Lisäksi laissa on määräykset velvollisuudesta laatia esite (3§), esitteen julkistamisesta (4§), ulkomaisten esitteiden tunnustamisesta (4a§) sekä osavuosisat-sauksesta (5§), tilinpäätöksestä ja sitä koskevasta tiedotteesta (6§).

⁸⁶ HE 157/1988, 4.

⁸⁷ HE 157/1988, 28.

⁸⁸ Astola, 20.

Arvopaperin arvoon vaikuttavista tiedoista säädetään liikkeeseenlaskemista ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevien säännösten jälkeen lain 2:7§:ssä:

Julkisen kaupankäynnin⁸⁹ kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Lisäksi julkisen kaupankäynnin järjestäjän on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava sen tietoon tulleet 1 momentissa tarkoitetut päätökset ja seikat, joita liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut eikä hakenut 11:ssä tarkoitettua poikkeusta.⁹⁰

Julkistamisvelvollisuus täytetään 1 momentin mukaan julkistamalla asianomainen tieto ilman aiheetonta viivytystä. Julkistamisella tarkoitetaan säännöksessä tiedon saattamista yleisön tietoon tiedotusvälineiden välityksellä. Tämä edellyttää tiedon toimittamista keskeisille tiedotusvälineille kuten Suomen Tietotoimistolle. Aiheellisenä viivytyksenä voidaan pitää esimerkiksi sitä, joka aiheutuu tiedon luotettavuuden tarkistamisesta (ennen sen julkistamista) tai esimerkiksi yrityskaupan yksityiskohtien selvittämisestä. Mikäli yhtiön mielestä tiedon julkistaminen haittaisi sitä olennaisesti, se voi 4 momentin mukaan pyytää Rahoitustarkastukselta lupaa olla julkistamatta tietoa. Haitallisena tietona yhtiön kannalta voitaisiin pitää esimerkiksi sellaista, joka vaarantaisi yhtiön mahdollisuudet toteuttaa suunnittelemansa yrityskauppa tai solmia tuotekehittelysopimus taikka 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.⁹¹

Julkistamisvelvollisuus koskee yhtiön päätöksiä ja muita yhtiön toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan vaikuttamaan osakkeen arvoon. Säännöksessä tarkoitettuja päätöksiä ovat esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen yhtiön tilinpäätöstä, osingonjakoa tai osakeanteja koskevat päätökset, yrityksen organisaation ja toiminnan merkittävät järjestelyt, nimitykset, yrityskaupat ja merkittävät liiketoimet. Päätös on julkistettava, kun se on tehty; säännös ei siten edellytä valmisteltavana olevien päätösten julkistamista. Osakemarkkinoiden toimivuuden ja sisäpiirin väärinkäytösten ehkäisemiseksi on kuitenkin suotavaa, että yhtiöt tiedottavat mahdollisimman aikaisessa vaiheessa myös valmis-

⁸⁹ Julkisella kaupankäynnillä tarkoitetaan AML 1:3 §:n mukaista kaupankäyntiä, joka koskee joko pörssilistan tai Helsingin Pörssin I-, NM- tai Pre-listan yhtiöiden osakkeilla käytävää kauppaa.

⁹⁰ AML 2:7 §.

⁹¹ HE 157/1988, 29.

teluvaiheessa olevista seikoista. Muita yhtiön toimintaa koskevia seikkoja voivat olla esimerkiksi viranomaisen yhtiötä koskevat päätökset Suomessa tai ulkomailla, yhtiön konserniyhtiöiden tai liikekumppaneiden taloudelliset vaikeudet tai yhtiötä koskevien tuomioistuinten päätökset. Yhtiön on myös julkistettava sen tietoon tulleet mahdolliset osakassopimukset, joissa on päätetty päätösvallan käytöstä yhtiössä. Tällaisella tiedolla voi olla suuri merkitys sijoittajien sijoituspäätösten kannalta.⁹²

Julkistamisvelvollisuuden edellytyksenä on, että päätös tai seikka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Mikä tahansa vähäinen vaikutus ei siis laukaise tiedonantovelvollisuutta.⁹³

2 luvun 7§:ssä säädetystä julkistamisvelvollisuudesta voi Rahoitustarkastus hakemuksesta myöntää poikkeuksen, jos se ei vaaranna sijoittajien asemaa, jos julkistaminen olisi yleisen edun vastaista tai jos siitä olisi liikkeeseenlaskijalle olennaista haittaa. Poikkeusta on haettava välittömästi velvollisuuden synnyttyä.

2. luvun otsikosta käy ilmi, että osassa lukua 2 säädetään markkinoinnista ja sen yhteydessä noudatettavasta menettelystä, osassa liikkeeseenlaskusta ja vasta näiden jälkeen erikseen muusta tiedonantovelvollisuudesta. Luvun väliotsikot on muotoiltu rajaavasti. Siten esimerkiksi, kun arvopaperien markkinointia koskevassa pykälässä kielletään muun muassa hyvän tavan vastainen menettely, se on lain tasolla ymmärrettävä verrattavaksi samaan normiin kuluttajamarkkinoinnissa. Siksi kun esitteessä olevan virheen oikaisemista koskeva sääntö (AML 2:3.6) on esitetty juuri Velvollisuus laatia esite -otsikon alla, sitä ei ole tarkoitettu sovellettavaksi laveasti muussa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden (ja 7.2§:n) noudattamisessa.⁹⁴

Saman logiikan mukaan siis yhtiön osakkeiden julkinen vaihdanta ei sellaisenaan merkitse sitä, että kyse olisi niiden markkinoinnista, ellei uusia osakkeita tuoda markkinoille. Sen vuoksi hyvää tapaa tai virheen oikaisemista koskevat säännökset eivät ulotu jäljempänä tulevaan 7§:ään, jossa säädetään arvopaperin arvoon vaikuttavista tiedoista.

Lisäksi AML 3:4§:n mukaan arvopaperipörssillä on oltava säännöt, jotka sisältävät lakia täydentävät määräykset *ainakin* siitä, – – millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille – – muutoin asetetaan [kurs. alku-per.]. Arvopaperipörssin säännöt ja niiden muutokset vahvistaa valtiovarainministeriö, jonka on ennen sääntöjen vahvistamista pyydyttävä Rahoitustarkastuksen lausunto. Valtiovarainministeriö on myös muutoin oikeutettu AML:ssa antamaan lakia koskevia asetuksia⁹⁵, jotka tarkentavat lain sisältöä.

⁹² HE 157/1988, 29.

⁹³ Ibid.

⁹⁴ Toisin asiaa on tulkinnut rahoitustarkastus kannanotossaan K/42/2002/PMO, ks. tässä lukua 2.3.

⁹⁵ Aikaisemmin VVM:n päätös.

2.2 HELSINGIN ARVOPAPERIPÖRSSIN OHJESÄÄNTÖ

Helsingin pörssi on jakanut säännöissään luvussa 5 pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen.⁹⁶ Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan yhtiön velvollisuutta antaa informaatiota taloudellisesta asemastaan ja sen kehityksestä tietyin väliajoin. Jatkuva tiedonantovelvollisuus tarkoittaa ajankohdasta riippumatonta ja pysyvää AML 2:7 § mukaista tiedonantovelvollisuutta seikoista, jotka voivat aiheuttaa olennaisia muutoksia yhtiön osakkeen arvoon.⁹⁷

Pörssin säännöissä on lisäksi lueteltu lukuisa joukko jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yksittäisiä tilanteita, joissa yhtiön on julkistettava tietoja. Monet niistä sisältävät paljon teknistä tiedonantovelvollisuuden toteutusta.

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on turvata se, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävä ja oikea tieto pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskijasta niin, että osakkeiden ja muiden pörssi-arvopaperien arvo voidaan tältä osin perustellusti arvioida. Liikkeeseenlaskijan tulee antaa tieto niin täydellisenä, että se ei johda sijoittajaa harhaan. Mikäli liikkeeseenlaskija antaa muun kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon, on tieto annettava edellä mainittuja periaatteita noudattaen.

Liikkeeseenlaskijan julkistamien tietojen tulee olla sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen tai tapahtuman vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Valmisteilla olevia päätöksiä taikka vielä toteutumattomia pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia seikkoja ei saa julkistaa muulla kuin säännössä tarkoitettulla tavalla, ja niitä on julkistamiseen asti pidettävä sisäpiirintietona.

Tiedon julkistamisella tarkoitetaan tiedon samanaikaista toimittamista pörssille ja keskeisille tiedotusvälineille. Pörssille tieto on annettava kirjallisena pörssin toimitusjohtajan ohjeen mukaisesti.

Pörssin ohjesääntö syventää tiedonantovelvollisuuden sisältöä. Sen mukaan

Liikkeeseenlaskijan julkistamien tietojen tulee olla sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen, tapahtuman tai muun julkistettavan seikan vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan. Annetun tiedon on oltava perusteltua. Pörssi voi perustellusta syystä edellyttää, että liikkeeseenlaskija julkistaa asiassa tämän säännön mukaisia lisätietoja. (Sääntö 4.122)

Valmisteilla olevia sellaisia päätöksiä taikka vielä toteutumattomia pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskijaa tai sen toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan pörssi-arvopaperin ar-

⁹⁶ Jos liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut laissa tarkoitettuja tietoja eikä hakenut AML 11 §:ssä tarkoitettua poikkeusta, on pörssin julkistettava sen tietoon tulleet 2:7.1§:n mukaiset tiedot.

⁹⁷ KM 1991: 48, 132 ss.

voon, ei saa julkistaa muulla kuin säännössä 4.21 tarkoitetulla tavalla, ja niitä on julkistamiseen asti pidettävä sisäpiirintietona. (4.123)

Jos julkistettu tieto muuttuu, muutos on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava säännön 4.21 mukaisesti, ellei ole ilmeistä, että muutos on vähämerkityksinen. Jos pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskija saa tietoonsa, että tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluva tieto on vuotanut ennen aiottua julkistamista, liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava asiantilaa koskeva tiedote.

Mikäli julkisuudessa on pörssi-arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevia vääriä tai harhaanjohtavia tietoja, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen, liikkeeseenlaskijan on pörssin vaatimuksesta julkistettava asiaa koskeva tiedote (4.23).

Rahoitustarkastus voi antaa luvan poiketa arvopaperimarkkinalain mukaisesta tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinalain 2 luvun 11§:n tarkoittamalla tavalla. Muissa lukujen 4–7 mukaisissa asioissa (lähinnä arvopaperikaupan, välittäjien toiminnan tai arvopapereita koskevien luovutusten ilmoittamisen osalta) pörssin toimitusjohtaja voi erityisestä syystä antaa luvan poikkeamiseen.

Pörssin ohjesäännön 5 luvussa käsitellään varsinaisen pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta. Pörssiyhtiö julkistaa säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat päätökset ja seikat. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat tilinpäätöstiedote, tilinpäätös ja osavuositarkastus. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia päätöksiä ja toimenpiteitä on esitetty luvussa 5.3. Pörssiyhtiö voi lisäksi julkistaa tytäryritystensä koskevan tiedon. Pörssiyhtiön ilmoittamat tiedot voivat myös käsittää muita kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia päätöksiä ja seikkoja.

Mikäli pörssiyhtiö antaa muun kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon (5.12), jota ei ole pidettävä vähämerkityksellisenä, tieto on samanaikaisesti annettava pörssille. Tällaisena tiedonantamisena ei kuitenkaan pidetä tiedon luovuttamista sisäpiiriin kuuluvalla.

Tiedonantovelvollisuus koskee myös pörssiyhtiön kanssa samaan konserniin kuuluvaa yritystä (5.13). Pörssiyhtiön on huolehdittava siitä, että pörssiyhtiön tytäryrityksen tekemä päätös tai yritys koskeva seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan pörssiyhtiön pörssi-arvopaperien arvoon, julkistetaan pörssitiedotteena säännön 4.21 mukaisesti. Mikäli pörssiyhtiön merkittävä tytäryritys antaa toiminnastaan tiedon, joka kuuluisi pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden piiriin, tulee tieto julkistaa pörssitiedotteena. Pörssiyhtiön tytäryritystä on aina pidettävä merkittävänä, kun viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen perusteella sen liikevaihto tai taseen loppusumma ylittää 20 % pörssiyhtiön konsernin vastaavasta erästä.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden (5.3) piiriin kuuluvat muun muassa jäljempänä mainitut seikat. Näitä ovat pörssin ohjesäännön 5.3:n mukaan seuraavat:

- osingonjakoehdotus (5.31),
- tilintarkastuskertomus (5.32),
- varsinaisen yhtiökokouksen päätökset (5.33),
- yhtiöjärjestyksen muutokset (5.34),
- muutokset yhtiön johdossa (5.35),
Pörssiyhtiön on julkistettava henkilömuutokset, jotka koskevat yhtiön hallintoneuvostoa, hallitusta tai pankin johtokuntaa sekä toimitusjohtajaa ja varatoimitusjohtajaa. Samoin on julkistettava tieto tilintarkastajan vaihdoksesta. Pörssiyhtiön on julkistettava vastaavat tiedot omaan konserniinsa kuuluvasta yrityksestä, mikäli kyseistä yritystä on pidettävä merkittävänä säännön 5.132 mukaan.
- osakepääoman muuttaminen (5.36),
- merkintäsitoumus (5.37),
- osakkeiden merkinnästä annettavat tiedot (5.38),
- osakkeiden lunastus yhtiöjärjestysmääräyksen nojalla (5.39),
- joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlasku tai pääomalainan ottaminen (5.40),
- markkinatakaussopimus (5.41),
- tulevaisuuden kehitysnäkymät (5.42),
Pörssiyhtiön on tilinpäätöksessä ja osavuosikatsauksessa esitettävien tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevien arvioiden osalta kerrottava arvioiden lähtökohtaolettamuksista. Pörssiyhtiö saa esittää ainoastaan perusteltuja arvioita. Mikäli yhtiö edellä sanotun lisäksi muutoin esittää tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevia arvioita, on arviot samojen periaatteiden mukaisesti julkistettava.
- muutokset tuloskehityksessä sekä tase- ja rahoitusasemassa (5.43),
Mikäli pörssiyhtiön tulos taikka tase- tai rahoitusasema tulee katsauskaute-na poikkeamaan olennaisesti näiden seikkojen kehittymistä koskevasta perustellusta arviosta, jonka sijoittaja voi yhtiöstä tehdä, on pörssiyhtiön julkistettava tieto asiasta. Perusteltu arvio muodostetaan pörssiyhtiön julkistaman tiedon nojalla. Tällöin lähtökohtana on voimassa oleva pörssiyhtiön julkistama arvio tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman kehittymisestä. Tämän lisäksi otetaan huomioon viimeksi julkistettu tilinpäätöstiedote, tilinpäätös tai osavuosikatsaus sekä edellisen tilikauden tiedot vastaavalta katsauskaudelta. Poikkeama pörssiyhtiön on arvioitava viimeksi tiedossaan olevan toteutuneen tuloksen sekä yhtiön tase- ja rahoitusaseman perusteella. Lisäksi pörssiyhtiö voi ottaa huomioon tuloksen sekä tase- ja rahoitusaseman kehityksen katsauskauden jäljellä olevana aikana. Kehitykseen vaikuttavia seikkoja voivat olla muun muassa yhtiön tiedossa olevat toimintaympäristön muutokset ja yhtiön toimialaan liittyvät kausivaihtelut.

Tuloksella tarkoitetaan konsernin tulosta ennen satunnaiseriä, varauksia ja veroja sekä tulosta ennen varauksia ja veroja. Tieto pörssiyhtiön tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman muutoksesta on julkistettava ilman aiheeton-
ta viivytystä sen jälkeen, kun muutos on käynyt ilmeiseksi ja pörssiyhtiön
toimitusjohtaja tai hallitus on saanut asiasta tiedon.

- yhteistoimintasopimus (5.44),
- yrityskauppa (5.45),
Pörssiyhtiön on julkistettava tieto toisen yhtiön kanssa tehdystä sopimuk-
sesta, joka koskee merkittävän yhteistoiminnan aloittamista. Yrityskauppaa
koskevan tiedonantovelvollisuuden sisältö on tarkkaan säännelty (5.45).

Jos pörssiyhtiö tai sen konserniin kuuluva yhtiö on hankkinut yrityksen tai
osan siitä taikka luopunut yrityksestä tai sen osasta ja yrityskauppa on
pörssiyhtiön kannalta merkittävä, on pörssiyhtiön julkistettava tieto asiasta.
Yrityskauppaa on aina pidettävä merkittävänä, mikäli jokin seuraavista kri-
teereistä täyttyy:

1. Osuus kohteen liikevaihdosta tai taseesta on yli 10 % pörssiyhtiön kon-
sernin liikevaihdosta tai taseesta.
2. Osuus yrityskaupan kohteena olevan yrityksen omasta pääomasta ja
varauksista on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pää-
oman ja varausten yhteismäärästä.
3. Yrityskaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % pörssiyhtiön
konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä.

Pörssiyhtiön osalta vertailutietona käytetään viimeksi vahvistetun tilinpää-
töksen tai tätä myöhemmin julkistetun osavuositarkastuksen tietoja. Kohdas-
sa 3 tarkoitettu vastike on kaupan kohteen vastikkeen kokonaisarvo, jonka
sisällöstä on niin ikään tarkemmat ohjeet.

- liiketoiminnan uudelleensuuntautuminen (5.46),
Pörssiyhtiön on julkistettava yhtiön hallituksen tai pankin johtokunnan pää-
tös yhtiön liiketoiminnan olennaisesta uudelleen suuntaamisesta, vaikka se
ei vaatisikaan yhtiöjärjestyksen muutosta.
- sulautuminen, jakautuminen, saneeraus, selvitystila ja konkurssi (5.47),
Pörssiyhtiön on julkistettava yhtiön hallituksen tai pankin johtokunnan yhtiö-
kokoukselle tekemä esitys yhtiön sulautumisesta toiseen yhtiöön, yhtiön
jakautumisesta tai yhtiön asettamisesta selvitystilaan sekä mainittuja asioita
koskeva yhtiökokouksen päätös.

- osakassopimukset (5.48),
- viranomaisen päätökset ja toimenpiteet (5.49),
Pörssiyhtiön on julkistettava sellainen yhtiötä tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvaa yritystä koskeva oikeudenkäynnin vireilletulo ja tuomioistuinten taikka muun viranomaisen päätös tai toimenpidekielto, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Pörssiyhtiön ilmoitukset kuuluvat ns. muihin velvollisuuksiin ohjesäännön mukaan. Pörssiyhtiön on ilman aiheetonta viivytystä ilmoitettava pörssille, mikäli jokin listalleottamisen edellytyksistä tai ehdoista ei joltakin osin enää täyty. Lisäksi yhtiön tulee ilmoittaa
- omien osakkeiden hankkiminen ja luovuttaminen (5.50).

Pörssiyhtiön on ennen seuraavan toimintavuoden alkamista ilmoitettava, kuinka monta osavuositarkastusta yhtiö tulee seuraavan toimintavuoden aikana julkistamaan. Päätöstä ei saa muuttaa toimintavuoden alkamisen jälkeen. Mikäli julkistettavien osavuositarkastusten määrä poikkeaa edellisvuonna julkistettujen osavuositarkastusten määrästä, on poikkeamisen syy ilmoitettava. Pörssiyhtiön on kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä ilmoitettava edellisen tilikauden tilinpäätöstä koskevan tilinpäätöstiedotteen julkistamispäivä ja tilinpäätöksen julkistamisviikko. Ensimmäisen osavuositarkastuksen julkistamispäivä on ilmoitettava viimeistään tilinpäätöksen julkistamispäivänä. Toisen ja sitä seuraavien osavuositarkastusten julkistamispäivä on ilmoitettava viimeistään edellisen osavuositarkastuksen julkistamispäivänä.

Pörssiyhtiön on niin ikään ilmoitettava pörssille yhtiökokouksesta ja siinä käsiteltävistä asioista.

2.3 VIRANOMAISKANNANOTOT

Rahoitustarkastuslain 4§:n perusteella Rahoitustarkastus voi antaa määräyksiä paitsi valvottaville myös muille rahoitusmarkkinoilla toimiville.⁹⁸ Tällä perusteella Rata⁹⁹ valvoo myös arvopaperimarkkinalain ja sen nojalla annettujen säännösten noudattamista.¹⁰⁰ Ratan antamat määräykset ovat sitovia, ohjeet ovat suosituksen luonteisia ja kannanotot on tarkoitettu tulkitsemaan käytännön tilanteita. Rata on antanut liikkeeseenlaskijoille, siis pörssiyhtiöille esimerkiksi

⁹⁸ RTL 1:2.9§ ja 4.2§.

⁹⁹ AML 2:7.3 §. – Ratan asema, tehtävät ja vastuu, ks. *Rudanko* 1998, 66–67. – Rata ei käsittele arvopaperimarkkinoita koskevia yksityisoikeudellisia riitakysymyksiä, *Astola*, 234, myös markkinatuomioistuimen asemasta.

¹⁰⁰ AML 7:1§.

kannanoton arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä sekä kannanoton AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkinnasta. Vaikka kannanotot eivät ole sitovia, yhtiöt pyrkivät käytännössä noudattamaan niiden sisältöä.¹⁰¹ Kannanotot menevät osittain päällekkäin pörssin vastaavien säännösten kanssa.

Kannanotossaan K/42/2002/PMO¹⁰² Rahoitustarkastus on esittänyt suositustenluonteista tulkintaa jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta selittämällä säännösten tarkoitusta ja sisältöä.¹⁰³ Kannanotollaan se antaa suosituksia säännöksiä laajemmasta tiedonantovelvollisuudesta sijoittajien tiedonsaannin ja markkinoiden luotettavuuden edistämiseksi ja tuo samalla myös esille näkemyksiään hyvästä arvopaperimarkkinatavasta.

Olenaisesti tietojen julkistamisvelvollisuuden tavoitteena on jatkuva, johdonmukainen ja ajantasainen informaatio. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus muodostuu listautumisvaiheessa listalleottoesitteestä ja tämän jälkeen säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Rata asettaa implisiittisesti yhtiöille suositusten tiedotuspolitiikan laatimisesta suositellessaan, että tiedottamisen on oltava listautumisvaiheesta alkaen johdonmukaista ja selkeää, niin että sijoittajan on mahdollista seurata liikkeeseenlaskijaa ja sen kehitystä luotettavalla tavalla.

Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään turvaamaan markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdolli-

¹⁰¹ Haussila, 251.

¹⁰² Rahoitustarkastuksen vuoden 2002 alussa antamat viisi kannanottoa, kuten myös Kannanotto K/42/2002/PMO, pohjautuvat aikaisempaan Rahoitustarkastuksen ohjeeseen ”Arvopaperien tarjoamisesta ja arvopaperimarkkinalaissa määrätyistä tiedonantovelvollisuuksista” (Ohje 204.1), joka kumottiin täten kokonaan.

¹⁰³ Rahoitustarkastus on uudistanut vuosina 2002–2003 määräyskokoelmaansa. Vanha määräys- ja ohjekokoelma sisälsi suositusluonteisia ohjeita tai kannanottoja, jotka uudistusprosessin aikana toimivat rinnakkain uuden määräyskokoelman standardien kanssa. Uuteen määräyskokoelmaan keskitetään kaikki Ratan oikeudellisesti sitova norminanto sekä samaan asiakokonaisuuteen sisältyvä yleisohjetyyppinen, suositusluonteinen norminanto. Määräyskokoelmassa on 6 pääjaksoa, joista kukin sisältää sääntelyn linjauksen ja standardit. Linjauksissa on määritelty se, mitä Rata pitää tärkeänä sääntelyssään toisaalta valvottavan ja markkinoiden ja toisaalta valvonnan kannalta. Standardit sisältävät sekä sitovaa että suositusluonteista sääntelyä. Standardi kuvaa sitä laatutasoa, jonka valvoja odottaa valvottavan ja muiden markkinoilla toimivan täyttävän. Standardeista käy ilmi valvottavaryhmät, valvottavien vastuut ja velvoitteet sekä Ratan valvontanäkökulma. Tietojen julkistaminen –pääjakson neljä standardia ovat: säännöllinen tiedonantovelvollisuus, tiedonantovelvollisuus arvopaperin arvoon vaikuttavista tiedoista, sisäpiirikauppoja koskeva julkistamisvelvollisuus sekä muita arvopaperikauppoja koskeva julkistamisvelvollisuus. Ao. pääjakson tavoitteista ja taustasta käy ilmi, että sillä pyritään korostetusti edistämään luottamusta markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen. Sen mukaan julkinen ja läpinäkyvä tieto on jatkuvaa, luotettavaa, kattavaa, oikea-aikaista, paikkansa pitävää ja vertailukelpoista. Tällainen tieto on keskeinen markkinakurin toteutumisen edellytys. Tietojen julkistaminen palvelee myös suuren yleisön tiedonsaantitarvetta. Normiperustan taustalla ovat International Organization of Securities Commissionsin (IOSCO) tavoitteet ja periaatteet arvopaperisääntelystä (Objectives and Principles of Securities Regulation).

suus tiedon saantiin. Jatkuva tiedonantovelvollisuus mahdollistaa sijoittajalle perustellun arvion tekemisen liikkeeseenlaskijasta sekä edistää liikkeeseenlaskijoiden avointa tiedottamista toiminnan läpinäkyvyyden lisäämiseksi.

Säännös koskee kaikkia julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita lukuun ottamatta pykälässä mainittuja julkisoikeudellisia liikkeeseenlaskijoita. Arvopaperi on julkisen kaupankäynnin kohteena, jos sillä käydään kauppaa markkinapaikalla tai kaupankäyntijärjestelmässä, jonka säännöt valtiovarainministeriö tai valtioneuvosto on vahvistanut ja joka on merkitty Euroopan unionin ylläpitämälle säänneltyjä markkinoita koskevalle listalle.

Julkistamisella Rata tarkoittaa, että liikkeeseenlaskija saattaa sitä itseään tai sen liikkeeseen laskemaa arvopaperia koskevan informaation yleisön tietoon julkisen kaupankäynnin järjestäjän ja keskeisten tiedotusvälineiden välityksellä. Informaatio toimitetaan julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja tiedotusvälineille samanaikaisesti. Lisäksi Rahoitustarkastus suosittaa, että vastaavat tiedotteet olisivat nähtävillä samanaikaisesti myös liikkeeseenlaskijan omilla internetsivuilla.¹⁰⁴

Julkistettavien päätösten ja seikkojen osalta Ratan suositukset noudattavat monissa kohdin lain esitöissä tehtyjä linjauksia vuodelta 1987. Joitakin painotuseroja kuitenkin on. Julkistettavien päätösten listaan Rata on lisännyt muun muassa osakkeiden julkisen osto- tai lunastustarjouksen esittämistä koskevat tiedot.

Yrityskaupoista, jotka on säännöksen mukaan julkistettava, Rata toteaa, että annettavien tietojen perusteella sijoittajien tulisi pystyä arvioimaan kaupan kannattavuutta ja sitä, miten kauppa tulee vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Olennaisten ja riittävien tietojen kertominen tällaisessa tilanteessa edellyttää Rahoitustarkastuksen kannan mukaan, että liikkeeseenlaskija kertoo ainakin yrityskaupan kohteesta suoritettavan vastikkeen. Rahoitustarkastus suosittaa myös, että liikkeeseenlaskija julkistaisi arvionsa tällaisen yrityskaupan vaikutuksesta tulokseensa ja taloudelliseen asemaansa niin laajasti, kuin se on kaupan julkistamishetkellä luotettavasti mahdollista.

Myös suhteessa viranomaisiin Rata laajentaa lain esitöissä mainittuja asioita. Kun esityöt mainitsevat ainoastaan tuomioistuimen päätökset, Rata on nähnyt tärkeäksi lisätä julkistettaviin seikkoihin myös esimerkiksi liikkeeseenlaskijaa koskevat viranomaisen päätökset Suomessa tai ulkomailla, tiedot meneillään olevista välimiesmenettelyistä, viranomaiskäsittelyistä tai oikeudenkäynneistä,

¹⁰⁴ Internetin kasvavaa merkitystä tietojen julkistamiskanavana osoittaa myös se, että osakeyhtiölain muutos ehdotuksen mukaan yhtiökokouksen kokousasiakirjat voisivat olla nähtävillä pääkonttorin sijasta myös internetsivuilla. Edellytyksenä olisi kuitenkin, että internetsivut ovat osakkeenomistajien yleisesti tuntemat ja että ne toimivat asianmukaisesti. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, 124.

joilla voi olla olennaista merkitystä liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan.

Rahoitustarkastuksen kannan mukaan liikkeeseenlaskijan on julkistettava myös merkittävät tietoonsa tulleet osakkaiden tekemät liikkeeseenlaskijaa koskevat yhteistyö-, etuosto-oikeus-, optio-, takaisinosto- ja äänivallankäyttösopimukset sekä osakassopimukset, joissa on päätetty äänivallan käyttöön liittyvistä asioista. Myös muutoin liikkeeseenlaskijaan liittyvät sopimukset tai järjestelyt on julkistettava. Lisäksi Rata korostaa mahdollisimman suurta avoimuutta. Asianosaisten välisellä sopimuksella ei voida ohittaa tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvien seikkojen julkistamista.

Suuren painoarvon Ratan suosituksessa on saanut tulevaisuudennäkymistä kertominen. Kun AML 2 luvun 5 §:n mukaan osavuosikatsauksessa on selostettava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja kun kirjanpitoasetuksen 2 luvun 1 §:n mukaan tilinpäätöksen toimintakertomuksessa tulee esittää arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä, Rata suositaa, että liikkeeseenlaskija arvioisi tulevaisuuttaan myös muissa yhteyksissä, kuten esimerkiksi yrityskaupan yhteydessä. Nimenomaista tulevaisuudennäkymiä koskevan arvion muutosvelvollisuutta (tulosvaroitusta) ei ole lainsäädännössä asetettu, mutta sen on yleisesti katsottu kuuluvan AML 2 luvun 7 §:n mukaiseen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin.

Tulevaisuudennäkymiä koskevia arvioita tehdessään liikkeeseenlaskija itse arvioi, kuinka laajasti, miltä osin ja miltä ajanjaksolta se tulevaisuudennäkymiään antaa. Annettujen tulevaisuudennäkymien on kuitenkin oltava perusteltuja, ja niiden lähtökohtana olevat perusteet on Rahoitustarkastuksen kannan mukaan myös esitettävä. Esitettyjen tulevaisuudennäkymien on oltava selkeästi erotettavissa muusta informaatiosta, kuten liikkeeseenlaskijan liiketoimintastrategioita, yleisiä tavoitteita tai toimialan näkymiä kuvaavista tiedoista. Vastaava koskee myös tulevaisuudennäkymien muuttamista tulosvaroituksessa. Tulevaisuudennäkymiä laadittaessa liikkeeseenlaskijan on noudatettava asianmukaista huolellisuutta. Jos tulevaisuudennäkymiä koskevia arvioita esitetään tulostasoisena ennusteena, suositellaan, että yhtiö esittää arvion myös tulevaisuudennäkymiensä taloudellisesta vaikutuksesta osakekohtaiseen tulokseen (EPS).

Tulosennusteina voidaan pitää tulevia ajanjaksoja koskevia arvioita, joiden sanamuoto nimenomaan tai epäsuorasti toteaa liikkeeseenlaskijan tuloksen todennäköisen minimi- tai maksimitason. Tulosennusteita ovat vastaavasti sellaiset tiedotteet, joista voi laskea likimääräisen summan tuleville voitoille tai tappioille, vaikka mitään tiettyä numeroa tai esimerkiksi sanoja ”tuotto”, ”voitto” tai ”tappio” ei mainittaisikaan. Myös osinkoarviota on pidettävä tulosennusteena silloin, jos liikkeeseenlaskija on julkistanut osinkopolitiikakseen tavan määrittää osinkojen suuruus tilikauden tuloksen perusteella.

Vieraan pääoman ehtoisen arvopaperin liikkeeseenlaskijan odotetaan kerto-

van mm. tiedot luottoluokitusten muutoksista. Huomion arvoista kuitenkin on, että liikkeeseenlaskijan ja sen liikkeeseenlaskeman velkakirjan riskiaseman kasvaessa sijoittajien tiedontarve ja siten myös liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden laajuus ja sisältö lähenevät osakkeen liikkeeseenlaskijan vastavaa velvollisuutta.

Julkistettavat seikat on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä asian tultua liikkeeseenlaskijan tietoon. Tämä tarkoittaa Ratan mukaan, että toimitusjohtajan tai yhdenkin hallituksen jäsenen saatua asiasta tiedon on hänen ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin asian julkistamiseksi ilman aiheetonta viivytystä. Aiheellinen viivästys julkistamisessa on kyseessä esimerkiksi silloin, kun tiedon luotettavuus on tarkistettava ennen julkistamista. Tällöin liikkeeseenlaskijan on kuitenkin harkittava, olisiko kaupankäynnin järjestäjältä haettava kaupankäynnin keskeyttämistä. Jos taas arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavan seikan yksityiskohdat eivät ole vielä tiedossa, on liikkeeseenlaskijan kuitenkin julkistettava pääkohdat.

Rahoitustarkastuksen kannan mukaan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvien tiedonantojen eli tilinpäätöstiedotteiden ja osavuositarkastusten aikaistamisesta on tiedotettava viimeistään edellisenä päivänä, jotta sijoittajat ja heidän asiamiehensä ehtivät varautua tiedon vastaanottamiseen ja tiedosta mahdollisesti johtuvien toimenpiteiden toteuttamiseen.

Jos valmisteilla olevasta seikasta solmitaan esisopimus, se on yleensä julkistettava. Esisopimuksen alustavuuden tai siinä olevan lykkäävän ehdon vuoksi voidaan kuitenkin jossakin tilanteessa katsoa, että lopullisen sopimuksen syntymiseen liittyvän vahvan epävarmuuden vuoksi ei tiedonantovelvollisuutta vielä ole.

Jos julkistettu tieto muuttuu, muutoksesta on ilmoitettava ilman aiheetonta viivästyttä samalla tavalla kuin tieto julkistettiin.

Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta annettavan poikkeusluvan tarkastelun osalta Ratan suositus ei sisällä uutta, muutoin kuin sen kannanoton, että julkistettava tieto voi aiheuttaa olennaista haittaa paitsi yhtiölle myös sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yhtiöllä. Toisaalta tieto saattaisi vaikuttaa myös perusteettomasti yhtiön osakkeen arvoon tai olla muuten harhaanjohtava. Päätöstä tehtäessä Rahoitustarkastus vertaa keskenään tiedon julkistamisen aiheuttamaa haittaa yhtiölle ja sijoittajien etua. Lähtökohtaisesti tiedon julkistaminen on sijoittajan edun mukaista. Rahoitustarkastus voi myöntää poikkeusluvan julkistamisvelvollisuudesta joko kokonaan tai osittain. Lisäksi lupa voidaan myöntää määrääjäksi.

2.4 MUU ITSESÄÄNTELY JA TAPANORMIT

2.4.1 Journalistin ohjeet

Journalistin ohjeet eivät sinänsä kuulu arvopaperimarkkinoita käsittävän tiedonantovelvollisuusnormiston piiriin. Koska mediaa on tässä tutkimuksessa kuitenkin käsitelty yhtenä markkinaosapuolena, on seuraavassa lainattu joitain käsittelynäkökulman kannalta oleellisia journalistin ohjeita.

Hyvän journalistisen tavan perustana on ohjeiden mukaan kansalaisten oikeus saada oikeita ja olennaisia tietoja, joiden avulla he voivat muodostaa totuudenmukaisen kuvan maailmasta ja yhteiskunnasta. Journalistin ammattieettiikkaan kuuluu kunnioittaa inhimillisiä perusarvoja, kuten ihmisoikeuksia, demokratiaa, rauhaa ja kansainvälistä yhteisymmärrystä.

Hyvä journalistinen tapa ei rajoita mielipiteen ilmaisemisen vapautta. Siihen sisältyy pyrkimys edistää keskustelua ja tiedonkulkua, mutta myös vastuu tiedonvälityksessä noudatettavista periaatteista ja menettelytavoista. Journalistin ohjeet koskevat kaikkea journalistista työtä välineestä riippumatta. Ne eivät kuitenkaan kata kaikkia tilanteita. Julkisen sanan neuvoston päätökset ja periaatelausumat tulkitsevat ja täydentävät näitä ohjeita.

Tiedonvälityksen sisältöä koskevat ratkaisut on tehtävä journalistisin perustein. Tätä päätösvaltaa ei saa missään muodossa luovuttaa toimituksen ulkopuolelle. Journalisti on ensisijaisesti vastuussa lukijoille, kuuntelijoille ja katsojille. Hänen ei pidä käsitellä aiheita, joihin liittyy henkilökohtainen hyötymisen mahdollisuus. Journalistin oikeus ja velvollisuus on torjua painostus tai houkuttelut, jolla pyritään tiedonvälityksen ohjaamiseen, estämiseen tai rajoittamiseen. Journalisti ei saa käyttää omaa tai välineensä asemaa väärin eikä hyväksyä etuja, jotka voivat vaarantaa hänen riippumattomuutensa tai mahdollisuutensa toimia ammattieettisten periaatteiden mukaan.

Journalistin ei pidä toimia vastoin vakaumustaan tai hyvää journalistista tapaa. Hän voi kieltäytyä tehtävistä, jotka ovat ristiriidassa tämän periaatteen kanssa. Toisen työtä käytettäessä on noudatettava hyvää tapaa. Vaikka kyse ei olisikaan tekijänoikeuden suojaamasta aineistosta, on hyvän tavan mukaista mainita lähde, kun käytetään pääasiassa toisen hankkimia tai julkaisemia tietoja.

Piilomainonta kaikissa muodoissaan on torjuttava. Aineistoon, johon voi liittyä kaupallisia intressejä, on suhtauduttava kriittisesti. Sellaista voidaan julkaista vain jos siihen on painavia journalistisia perusteita. Ilmoitusten ja toimituksellisen aineiston raja on pidettävä selkeänä.

Journalistin on työssään pyrittävä totuudenmukaiseen, olennaiseen ja monipuoliseen tiedonvälitykseen. Tietolähteisiin on suhtauduttava kriittisesti. Erityisen tärkeää se on käsiteltäessä kiistanalaista asiaa: tietolähteellä voi olla henkilökohtaisia intressejä tai vahingoittamistarkoitus. Asiatiedot on tarkistettava niin hyvin kuin mahdollista, myös silloin kun ne on jo aiemmin julkistettu.

Yleisön on voitava erottaa tosiasiat ja niiden taustoittaminen mielipide- ja seipiteellisestä aineistosta. Tämä periaate ei rajoita journalistisen tyylilajin ja muodon valintaa. Otsikoilla, ingresseillä, kansi- ja kuvateksteillä, myyntijulisteilla ja muilla esittelyillä on oltava sisällössä kate.

Myös kuvaa ja ääntä on käytettävä totuudenmukaisesti. Vastanottajan on saatava tietää, onko kysymys dokumentista vai fiktiivisestä aineistosta. Tiedot on hankittava avoimesti ja rehellisin keinoin. Poikkeuksellisia menetelmiä voi käyttää vain, jos yleisesti merkittäviä tietoja ei normaalikeinoin voi saada. Haastateltavan tulee ennakolta saada tietää, missä välineessä ja millaisessa yhteydessä hänen lausumaansa käytetään. Hyvän tavan mukaista on myös kertoa, onko keskustelu tarkoitettu julkaistavaksi vai ainoastaan tausta-aineistoksi.

Haastateltavan pyyntöön tarkistaa lausumansa ennen julkaisemista on syytä suostua asiatietojen varmistamiseksi. Tarkistamisella ei kuitenkaan saa luovuttaa journalistista päätösvaltaa toimituksen ulkopuolelle.

Tietolähdettä on suojattava. Luottamuksellisen tiedon antajaa ei saa ilman tämän suostumusta paljastaa. Sama koskee omassa tiedotusvälineessä nimimerkillä tai salanimellä esiintyvää henkilöä. Virheellinen tieto on viipymättä oikaistava joko oma-aloitteisesti tai asianomaisen sitä vaatiessa.

Arvostelun kohteeksi joutuneelle on myönnettävä vastineoikeus lehdessä, jos hän sitä perustellusti pyytää. Pelkkä mielipide-ero ei ilman muuta oikeuta vastineeseen. Jos vastinepyyntö on perusteltu, vastine on julkaistava vastineen laatijan haluamassa muodossa viipymättä ja siten, että alkuperäisen tiedon saaneet voivat sen helposti havaita.

Ellei vastine ole sellaisenaan julkaisukelpoinen, on sen korjaamisesta neuvoteltava kirjoittajan kanssa. Ellei häntä kohtuullisessa ajassa tavoiteta, on suositeltavaa julkaista vastine korjattuna. Sen olennaista sisältöä ei kuitenkaan saa muuttaa.

Jos nimettyä henkilöä arvostellaan tiedotusvälineessä erittäin voimakkaasti, on hyvän journalistisen tavan mukaista tuoda hänen näkökantansa esiin mahdollisuuksien mukaan samassa yhteydessä.

--

Syyllisyyteen ei pidä ottaa ennalta kantaa eikä ennakoida tuomioistuimen tai viranomaisen ratkaisuja. Jos rikosilmoituksesta, pidättämisestä, vangitsemisesta, syytteestä tai kantelusta on julkaista uutinen, on hyvän journalistisen tavan mukaista seurata asian käsittelyä sen lopulliseen ratkaisuun saakka.

2.4.2 Suomen Sijoitusanalyytikot ry:n eettiset säännöt

Sijoitusanalyytikot hyväksyivät jäsenkokouksessaan 2002 yhdistykselleen eettiset säännöt, joiden sisältö koskee yhdistyksen jäsentä riippumatta siitä, onko hänen toimenkuvansa analyttikko, salkunhoitaja, neuvonantaja tai mikä muu tahansa. Ohjeet asettavat puitteet jäsenkunnan hyvälle ammattikäyttäytymiselle, ja niiden tarkoitus on lisätä jäsenten, jäsenten työnantajien, arvopaperimarkkinoiden, analyttikkoammatin ja yhdistyksen luotettavuutta ja kunnioitusta.

Jäsenen tulee toimia siten, että hän säilyttää ja lisää omaa, työnantajansa, rahoitusalan sekä yhdistyksen luotettavuutta ja arvostusta. Hyvä ammattikäyttäytyminen ei ole vain ohjeiden ja säännösten muodollista noudattamista, vaan se on tapa tehdä asioita ja hyvän arvostelukyvyyn soveltamista käytännössä. Mikä ei ole nimenomaan kiellettyä, ei myöskään välttämättä ole sopivaa ja sallittua.

Jäsenen edellytetään toiminnassaan noudattavan voimassa olevia lakeja, Rahoitustarkastuksen sääntelyä, pörssin sääntöjä ja muita säännöksiä. Lisäksi noudatetaan Suomen Arvopaperivälittäjäyhdistys r.y:n kulloinkin voimassa olevaa sisäpiiri- ja kaupankäyntiohjetta. Eettiset ohjeet täydentävät edellä kuvattua sääntelyä.

Jäsenen tulee tuntee hyvin arvopaperimarkkinoita ja sijoitusanalyysijä koskeva lainsäädäntö sekä muu alaa koskeva keskeinen normisto sekä noudattaa näiden kirjainta ja henkeä.

Jäsenen tulee työskennellä objektiivisesti ja itsenäisesti sekä hankkia riittävä tietopohja päätöksille, analyysille ja antamilleen neuvoille. Jäsenen tulee toimia objektiivisesti ja hänen tulee suhtautua kriittisesti yritysten antamiin tietoihin sekä muihin yrityksiä ja toimialaa koskeviin tietoihin ja arvioihin.

Jäsenen tulee säilyttää riippumattomuutensa suosituksissaan ja analyysin johtopäätöksissä. Jäsenen tulee analyysityössään erottaa selkeästi faktatiedot omista arvioistaan ja ennusteistaan. Jäsen ei saa käyttää analyysissä hyväkseen julkistamatonta, pörssiyhtiötä koskevaa olennaista tietoa, eikä hän saa myöskään levittää tällaista informaatiota edelleen.

Jäsenen tulee nojata työssään omaan harkintaansa, eikä hän saa kopioida muiden tekemää analyysityötä. Jäsenen tulee esittää selkeästi suositustensa perustelut. Sijoitussuosituksista on suositeltavaa esittää asteikko, johon suositukset perustuvat.

Jäsenen ei tule käyttää omaksi tai jonkun muun hyödyksi luottamuksellisia tietoja työnantajastaan tai asiakkaistaan. Jäsenen tulee välttää tilanteita, joissa voi syntyä ristiriita omien taloudellisten etujen ja työtehtävien välille.

Eettisten sääntöjen neljännessä luvussa jäsenellä todetaan olevan erikseen vastuunsa myös työnantajaa kohtaan. Jäsenen tulee sen vuoksi noudattaa työnantajansa ohjeita ja informoida työnantajaa mahdollisista sitoumuksista tai riippuvuussuhteista, joilla voi olla vaikutusta työhön.

Nämä ohjeet velvoittavat jäseniä ja hallitus voi antaa kirjallisen varoituksen jäsenelle, joka toimii näiden ohjeiden vastaisesti tai myös erottaa jäsenen.

2.4.3 Suomen IR-yhdistys ry:n jäsenen ammatilliset ja eettiset periaatteet

Vuonna 1990 perustetun Suomen IR-yhdistyksen¹⁰⁵ tarkoituksena on pörssi-yhtiöiden vastuullisissa sijoittajasuhdetehtävissä päätoimisesti toimivien henkilöiden osaamisen ja ammattitaidon kehittäminen. Yhdistyksessä on kaikkiaan 136 jäsentä.

Suomen IR-yhdistyksen jäsenen ammatilliset ja eettiset periaatteet hyväksyttiin syksyllä 2001. Niissä pidetään jäsenten keskeisenä ohjenuorana sijoittajan etua ja sijoittajan aseman turvaamista. Jotta tämä olisi mahdollista, jäsen sitoutuu noudattamaan paitsi lain ja ohjeiden kirjainta myös henkeä, vaikka toiminnassa odotetaan jäsenen ottavan ”luonnollisesti” huomioon myös työnantajan liiketaloudelliset tavoitteet ja omistajaintressit.

Työssä saamansa tiedot jäsen säilyttää luottamuksellisesti eikä käytä niitä omaksi tai toisten hyväksi, mihin kuuluu myös se, että jäsen ei anna koskaan työnantajaa koskevia sijoitusneuvoja ja -vihjeitä.

Jäsenet kehittävät sijoittajaviestinnän sisältöä ja rakennetta avoimeksi, merkitseväksi, vertailukelpoiseksi ja ymmärrettäväksi. Sama avoimuuden aste pyritään säilyttämään kaikissa tilanteissa ja vaikuttamaan siihen, että myös uusien arvopapereiden markkinointia tukeva viestintä esittää tulevaisuuden mahdollisuudet ja uhkat tasapainoisesti.

Jäsen kouluttaa yhtiön koko henkilöstöä ymmärtämään julkisesti noteeratun yrityksen velvoitteet ja rajoitteet sekä käsittelemään saamaansa sisäpiirintietoa ehdottoman luottamuksellisesti ja eettisesti. Yhtiön eri sidosryhmien suhteen pyritään toimimaan tasapuolisesti. Viestinnän sisältöä ja kanavia kehitetään siten, että tieto on samanaikaisesti kaikkien saatavissa ja ymmärrettävissä. Joukkoviestimet ovat edelleen keskeinen sijoittajatiedon välittäjä ja täten yksi tärkeä sidosryhmä.

Epävarmoissa ja nopeasti muuttuvissa tilanteissa painotetaan pitkän aikavälin näkymiä ja tulkinnanvaraisissa kysymyksissä tukeudutaan herkästi työnantajan juridisiin asiantuntijoihin sekä tarvittaessa myös arvopaperimarkkinoita valvoviin tahoihin. Yhteistyökumppaneille annetaan luottamuksellista tietoa vain silloin ja vain sen verran kuin sijoittajaviestinnän tekninen toteutus edellyttää.

Vuorovaikutustilanteissa markkinaosapuolten kanssa jäsen ei anna uusia arvopaperin kurssiin vaikuttavia tietoja ja tulkintoja, mutta kuitenkin täydentäviä

¹⁰⁵ Kirjaimet IR viittaavat englanninkielisiin sanoihin Investor Relations, sijoittajasuhteet.

tekniisiä ja markkinatietoja voidaan antaa taustayhteisön viestintäpolitiikan puitteissa. Analyytikkojen näkemystä ja ennusteita ei pyritä ohjaamaan, mutta niiden pohjana olevista oletamuksista voidaan keskustella ja osoittaa suoranaiset virheet. Tiedoilla ei spekuloida, vaan pitäydytään faktoihin ja virallisiin arvioihin. Tämä merkitsee, että juuri koskaan ei voida kertoa kaikkea, mutta se, mikä kerrotaan yhdelle, ollaan valmiita kertomaan kaikille, ja sen on oltava totta. Tällaisten keskustelujen keskeinen sisältö raportoidaan yrityksen johdolle.

Siltä varalta, että sijoittajasuhteissa oma harkinta pettää, tai annettu tieto yhdistettynä muualta saatuun tietoon synnyttää arvopaperin kurssiin vaikuttavan uuden näkemyksen, asiasta on raportoitava välittömästi esimiehelle. Kilpailijoiden toimintaa ja näkymiä ei kommentoida kielteisesti muutoin kuin oikaisemalla virheellisiä tai harhaanjohtavia tietoja.

Tiedotusvälineellä katsotaan olevan oikeus hankkimaansa uutiseen. Jos tällainen koskee keskeneräistä hanketta, liikesalaisuutta tai muuta arvopaperin kurssiin mahdollisesti vaikuttavaa tietoa, sen julkistushetkeen ja -tapaan pyritään vaikuttamaan arvopaperimarkkinalain kirjainta ja henkeä kunnioittaen. Olennaisen tärkeän tiedon vuotaminen julkisuuteen käynnistää välittömästi pörssitiedotusmenettelyn.

2.5 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN ONGELMIA

Arvopaperimarkkinarikkomuksista tai -rikoksista on kertynyt vähän oikeuskäytäntöä. Vain muutama epäilty väärinkäytös on johtanut syytteen nostamiseen eikä oikeuskäytännöstä ole voitu muodostaa selvää kuvaa.¹⁰⁶ Näyttää siltä, että helpoimmin lähestyttävä kysymys on ollut sisäpiirintiedon hyväksikäyttö, josta ratkaisuja on tullut, vaikka ei niitäkään paljon verrattuna muuhun talousrikollisuuteen. Tästä voisi tehdä sen johtopäätöksen, että ongelmia ei ole ja laki on toiminut preventiivisesti hyvin. Tällainen johtopäätös tuntuu kuitenkin liian hätäiseltä. Siksi on perusteita hakea muita näkökulmia.

2.5.1 Luottamuksen aste-erojen ongelma

Luottamus arvopaperimarkkinoilla on sääntelyn näkökulmasta diffuusi käsite. Kun lain ja ohjeiden puitteenomaisuus jättävät toiminnan arviointiin luonnostaan aukkoja, voi jokin toimi markkinoilla olla sinänsä sallittu, mutta siitä huolimatta moitittava. Markkinaluottamusta nakerretaan, jos suuri yleisö pitää markkinaosapuolten toimintaa moitittavana. Useimmiten on niin, että mitä

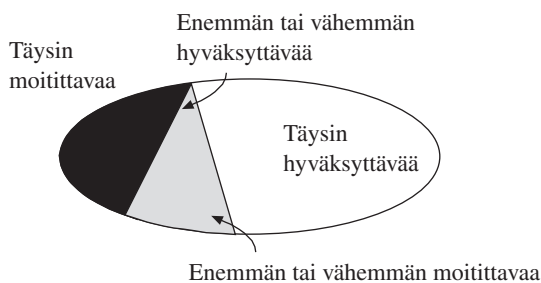
¹⁰⁶ HE 254/1998, 10.

moitittavampana toimintaa pidetään, sitä todennäköisempää on, että se on myös laitonta. Moitittava, mutta sallittu käyttäytyminen voi heikentää yleisön luottamusta ehkä jopa enemmän kuin moitittava ja selvästi kielletty toiminta.¹⁰⁷

Luottamuksen ongelma on siinä, että raja sallitun ja kielletyn välille on jouduttu vetämään oikeusturvan vuoksi selkeästi ja yksiselitteisesti. *Kågerman* osoittaa, että luottamuksen syntyminen ja säilyminen ei kuitenkaan alistu näin mustavalkoiseen ajatteluun. Siinä on aste-eroja myös sallitulle alueelle: jokin toiminta on sallitullakin alueella enemmän luottamusta herättävää kuin toinen. Näin sallitun ja kielletyn rajalle muodostuu uusi, harmaa vyöhyke, jossa toiminta ei ole kiellettyä eikä sallittua, mutta kuitenkin moitittavaa.

Havainnollistaakseen ajatusta *Kågerman* piirtää soikioon kaksi vinoviivaa:

Kaavio 1. Sallitun ja kielletyn rajanveto



Oikealla on laaja sallitun toiminnan alue, ja äärimmäisenä vasemmalla on pienempi kielletyn toiminnan alue. Väliin jää harmaa alue, jonka leveällä vyöhykkeellä alhaalla monet tilanteet eivät ole kokonaan hyväksyttäviä eivätkä kokonaan moitittaviakaan. Ylhäällä kapealla vyöhykkeellä alue sallitun ja kielletyn välillä kapenee. Nyt kysytään, missä voimassaolevan sääntelyn raja menee.¹⁰⁸

Valtaosan sääntelystä voi arvioida kohdistuvan edellä mainitussa kuviossa kolmion yläpäähän, erityistilanteisiin, missä alue sallitun ja kielletyn välillä on kapea. Valtaosa tiedottamisesta sen sijaan tapahtuu käytännössä kolmion alaosassa, laajalla harmaalla alueella. Tällä alueella sääntelyn ohjeet ja määräykset, valvovan viranomaisen edellytykset toimia ja yhtiöiden käytännön tiedottamista koskeva tulkinta kohtaavat puutteellisesti.

Voimassaoleva sääntely vetää moitittavan ja hyväksyttävän käyttäytymisen välille ”liberaalimman” rajan kuin yleinen oikeustaju. Markkinaosapuolten on vaikea varmistua toisaalta siitä, että käyttäytyminen noudattaa voimassa olevia sääntöjä (on sallittua), ja toisaalta siitä, että käyttäytyminen ei – osittain tai kokonaan – sotiyleistä oikeustajua vastaan (eikä vaaranalla markkinaluottamusta).¹⁰⁹ Siksi sääntelyn tulkintaa on monipuolistettava.

¹⁰⁷ *Kågerman*, 112.

¹⁰⁸ *Kågerman*, 115.

¹⁰⁹ Vrt. *ibid*.

2.5.2 Huomion kiinnittyminen erityistilanteisiin

Arvopaperimarkkinalaki säädettiin puitelaiksi, joka koostuu ensi sijassa periaatteista.¹¹⁰ Sen normit ovat *tulkinnanvaraisia*. Lain uskottiin näin olevan joustava ja kykenevän muuttumaan oikeustodellisuuden ja reaalitodellisuuden mukana. Käytännössä markkinavalvonta on jättänyt monia oikeussääntöihin sisältyviä merkityksiä täsmentämättä. Pörssin säännöt ja Rahoitustarkastuksen (Rata) lakia tulkitsevat kannanotot ovat pyrkineet vastaamaan lisääntyneisiin tulkintoihin ohjaamalla yhtiöiden tiedotuskäytäntöä ensi sijassa tyypittelemällä erityistilanteita.¹¹¹ Ongelma tällaisessa tyypitilanteisiin puuttuvassa sääntelyssä on, että tarve määritellä uusia tiedotustilanteita kasvaa. Kussakin tilanteessa on suuri joukko erityisiä seikkoja, jotka tulisi ehkä julkistaa sijoittajalle välttämättömän tiedontarpeen tyydyttämiseksi. Kyseessä voi olla irtisanomistilanne, diffuusiotilanne, yritysostotilanne, kauppahinnan julkistamistilanne, toimitusjohtajavaihdostilanne, ostotarjoustilanne, omien osakkeiden ostotilanne, riskitilanne tai tulosvaroitustilanne. Tulevaisuuden näkymien tiedottamiseen liittyy niin ikään erityisiä riskitekijöitä. Tällaisista tiedotuksen erityistilanteita ohjaavista listoista tulee helposti loputtomia.

Kaikkiin tilanteisiin erityissäännöstöä ei kuitenkaan ole voitu laatia, koska tilanteita tunnistetaan jatkuvasti lisää. Tarkka *erityissäännöstö* on voinut ehkä ratkaista kulloisenkin tilanteen, mutta johtanut siihen, että erityistilanteet ovat saaneet tiedonantovelvollisuudessa korostetun aseman. Listan ulkopuolelle jääviä tilanteita yhtiö ei suunnittele yhtä vakavasti ja huolellisesti, vaikka niiden merkitys sijoittajalle on suuri. Tämä on *heikentänyt sääntelyn tehokkuutta*.

Erityistilanteiden valvontakriteeristöt ovat muodostaneet myös toisen ongelman: riskin tiedotuksen kokonaisohjauksen epäkoherenssista, ristiriitaisuudesta, heterogeenisuudesta, eri osapuolten manipulointimahdollisuuksista sekä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden erilaisesta soveltamisesta. Huomion kiinnittäminen erityistilanteisiin ei ole tavoittanut sääntelyn taustalla olevaa ajattelua, mikä sisältää tavoitteen siitä, että sijoittajalla olisi aina riittävät tiedot perustellun käsityksen muodostamiseksi osakkeen arvosta. Tämä sääntelyn piirre yhdistyneenä tiedonvälityksen menetelmien ja sisällön nopeaan muuttumiseen merkitsee, että on aiheellista uudelleen tarkistaa tiedonantovelvollisuuden sisältöä.

Kun normaalitilanteen tulkintaan on yleisluontoisista ilmauksista saatavissa vain vähän suuntaviivoja ja kun erityissäännellyt tilanteet aktualisoituvat joissakin yhtiöissä vain harvoin, yhtiöt ovat alkaneet *tulkita tiedonantovelvollisuut-ta eri tavoin*.¹¹²

¹¹⁰ Astola, 21, käyttää termiä puitelaki sillä perusteella, että laki sisältää vain markkinoita koskevia perussäännöksiä, joita on täydennettävä vielä itsesääntelyllä.

¹¹¹ Ne liittyvät varsinkin yhtiön määräysvaltakysmyksiin.

¹¹² Tämä ei välttämättä yksiselitteisesti ole huono asia, koska myös yhtiöt ovat erilaisia ja niiden kannalta esimerkiksi olennainen julkistettava tieto voi vaihdella [ks. lukua 5.2 ja tarkemmin 6.2].

Kasvava osa yhtiötä koskevasta tiedosta luodaan yhtiön ulkopuolella. Markkinavalvonta ei ehdi seuraamaan yhtiöiden kasvavaa tiedon virtaa, ei aina riittävästi edes yhtiöiden merkittäviäkään tapahtumia. Kärjistäen: lain normit ja sen nojalla annetut *ohjeet sääntelevät enenevässä määrin sattumanvaraisia tiedonvirran alueita.*

Olennaisten tietojen kategoria onkin muuttunut siten, että (markkinoiden kannalta) tärkeimmiksi tiedoiksi ovat nousseet sellaiset tiedot, joita ei ole erityissäännelty. Niissä yhtiö voi käyttää vapaata harkintaa, koska niiden sisältöä ei ole etukäteen määritelty. Harkintaa yhtiö voi käyttää sekä erityissääntelemättömissä pörssitiedotteissa että muussa täydentävässä, vapaaehtoisessa informaatiossaan. Yhtiön vapaaharkintaisesta tiedottamisesta on jatkuvassa tiedonantovelvollisuudessa tullut pakollisia julkistettavia seikkoja tärkeämpiä. Joillakin toimialoilla siitä on tullut jopa säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia tulostietoja tärkeämpää. Kun yhtiöiden omalinjaiset tulkinnat lain sisällöstä ovat laajentuneet, sääntelyn tarkoitus ei enää täyty eikä sitä koskeva valvonta ole riittävä. Yhden tiedonantovelvollisuuden kriteeristön kehittäminen on sen vuoksi tavoiteltava arvo.

On toisaalta helppo ymmärtää, että arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta on säädeltävä puitelilla. Kaikkia eteentulevia tilanteita ei voida mitenkään tyypittää. Mutta vain erityisolosuhteita tutkimalla ei päästä selville niistä periaatteista, joita tulisi normaalitilanteessa soveltaa. *Erityistilanteiden onkin tässä tutkimuksessa nähty olevan alati vaihtuvan ja koko ajan etenevän tiedotustapahtumien sarjan normaaleja tuotoksia.* Siksi huomio on tässä kohdistettu tiedon kehitysprosessiin, jota sääntelemällä voidaan vaikuttaa informaatiotehokkuuteen¹¹³ normaalitilanteessa.

2.5.3 Normiston päällekkäisyys

Käytännössä Ratan ja pörssin jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kohdistuvat toimet ovat ongelmallisesti päällekkäin. AML 3:4§:n mukaan arvopaperipörssillä on oltava säännöt, jotka sisältävät lakia täydentävät määräykset *ainakin* siitä, – – millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille – – muutoin asetetaan [kursivointi alkuperäinen]. Arvopaperipörssin säännöt ja

¹¹³ [Informaatiotehokkuudesta ks. lukua 8.3.] – Tehokkuudella yleisesti tarkoitetaan panoksen ja tuotoksen mahdollisimman edullista (optimaalista) suhdetta. Kun tehokkuus-käsite asetetaan rinnakkain oikeudenmukaisuus-käsitteen kanssa, syntyy usein ristiriita, jota on yritetty laajassa oikeudellisessa keskustelussa ratkaista eri määrittelyjen kautta. Ks. *Timonen* 1997, 80–90. *Ru-danko* 1999, 333–334, ei pidä oikeudenmukaisuutta ja taloudellista tehokkuutta toisiaan välttämättä poissulkevin ominaisuuksina, vaan ne voi osaksi palauttaa toisiinsa. Oikeudenmukaisuus ei voi täysin toteutua ilman tehokkuutta ja toisaalta taloudellisesti tehokas järjestelmä edellyttää käytännössä oikeudenmukaisuuden elementtiä.

niiden muutokset vahvistaa asianomainen ministeriö (nyk. VM), jonka on ennen sääntöjen vahvistamista pyydettävä Rahoitustarkastuksen lausunto. Vuoden 2002 alussa voimaan tulleen lainmuutoksen mukaan ministeriöllä on myös oikeus määrätä sääntöjä muutettavaksi.

Rahoitustarkastuslain perusteella Rahoitustarkastus valvoo muiden muassa arvopaperipörssiä. Saman lain 4§:n mukaan Rahoitustarkastus voi antaa määräyksiä paitsi valvottaville myös muille rahoitusmarkkinoilla toimiville.¹¹⁴ Tällä perusteella Rata on antanut myös liikkeeseenlaskijoille, siis pörssiyhtiöille, esimerkiksi ohjeen arvopaperien markkinoinnissa noudatettavasta menettelystä sekä kannanoton AML:n jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkinnasta. Rata korostaa jälkimmäisen kannanoton suositusluonteisuutta, mutta ongelmallista on, että säännöksen soveltamisala on selkeästi päällekkäin pörssin vastaavan säännöksen kanssa.

Ongelman aiheuttaa säännösten hierarkia. Ratan määräykset ovat hierarkisesti pörssin sääntöjä ylempänä, mutta Ratan kannanotot eivät. Ne ovat vain suosituksen luontoisia, kun taas pörssin säännöt ovat sitovia. Tämä johtuu yhtiöiden ja pörssin yhteisestä sopimuksesta, jossa yhtiöt ovat sitoutuneet noudattamaan niitä. Rata valvoo rahoitusmarkkinoita ja on lakia tulkitseva viranomainen. Kun tuomioistuimet pyytävät Ratalta lausuntoja tulkinnanvaraisiin kysymyksiin, Rata on tuntenut tarvetta kertoa markkinoilla toimiville osapuolille, miten se tulkitsee sääntöjä. Ratalla ei ole valtuuksia puuttua pörssin sääntöihin tai vaatia niihin muutoksia, vaan se antaa asianomaiselle ministeriölle lausuntoja pyydettyä.

Normiston päällekkäisyys aiheuttaa useita ristiriitaisuuksia ja tulkinnallisia ongelmia sitä noudattaville yhtiöille. Seuraavassa muutama esimerkki.

1) Pörssin säännöissä (A5.435) tieto pörssiyhtiön tuloksen taikka tase- ja rahoitusaseman muutoksesta on julkistettava – kun pörssiyhtiön toimitusjohtaja tai hallitus on saanut siitä tiedon. Ratan kannanoton (kohta 7) mukaan julkistettavat seikat on julkistettava – asian tultua – tietoon. Toimitusjohtajan tai yhdenkin hallituksen jäsenen saatua asiasta tiedon hänen on ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin asian julkistamiseksi ilman aiheutonta viivytystä [ks. syntyvästä ongelmasta tarkemmin kappaletta 5.4.1].

Pörssin säännöissä hallitus on kytketty mukaan vain silloin, kun on kyse tuloksen tai tase- ja rahoitusaseman muutoksesta ja silloinkin siten, että (koko läsnäoleva) hallitus on saanut siitä tiedon. Ratan mukaan yhdenkin hallituksen jäsenen mikä tahansa tietoonsa saama seikka saa aikaan sen, että hänen on ryhdyttävä toimenpiteisiin.

2) Toinen esimerkki säännösten erilaisuudesta koskee yrityskaupasta julkistettavia tietoja hyvin eri vaatimuksin. Ratan kannanoton mukaan liikkeeseenlaskijan suositetaan julkistavan arvionsa yrityskaupan vaikutuksesta sen tulok-

¹¹⁴ RTL 1:2.9§ ja 4.2§.

seen ja taloudelliseen asemaan (kohta 4.3), kun taas pörssin sääntö (5.456) määrää, että tieto yrityskaupan vaikutuksesta yhtiön toimintaperiaatteisiin ja sen osakkeenomistajien asemaan tulee ilmoittaa silloin mikäli pörssiyhtiöstä tulee toisen julkisen kaupankäynnin kohteena olevan yhtiön emoyhtiö.¹¹⁵

3) Ratan kannanotossa todetaan, että jos valmisteilla olevasta seikasta solmitaan esisopimus, on se yleensä julkistettava. Esisopimuksen alustavuuden tai siinä olevan lykkäävän ehdon vuoksi voidaan kuitenkin jossakin tilanteessa katsoa, että lopullisen sopimuksen syntymiseen liittyvän vahvan epävarmuuden vuoksi ei tiedonantovelvollisuutta vielä ole (kohta 7.3). Sitä, mitä esisopimus koskee, ei ole tarkemmin kuvattu, vaan tämä koskee ilmeisesti kaikkia mahdollisia esisopimuksia, joilla voi olla merkitystä. Pörssin säännöissä ei mainita sanaa esisopimus. Pörssin säännöt tuntevat markkinatakaussopimuksen (5.41), toisen yhtiön kanssa tehtävän merkittävän yhteistoimintasopimuksen (5.44) sekä osakassopimuksen (5.48).

Voimassaolevassa normistossa ei ylemmällä tasolla mainittuja määräyksiä, kieltoja tai ohjeita ole enää alempitasoisten normien yhteydessä mainittu ellei niitä ole tarkennettu. Ongelman aiheuttaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohdalla kuitenkin se, että Rahoitustarkastus, joka rahoitustarkastuslain 1:4§:n perusteella on oikeutettu antamaan valvottaville ja muille rahoitusmarkkinoilla toimiville määräyksiä, onkin antanut niitä *suosituksen luontoisesti*, vaikka AML 3:4§:n mukaan arvopaperipörssin säännöissä on oltava lakia täydentävät määräykset siitä, millaisia vaatimuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille asetetaan.

Yhtiöille aiheutuu merkittävää haittaa, kun ne joutuvat tulkitsemaan samoihin tilanteisiin soveltuvia erilaisia ohjeita.

Ongelmalla on historiallinen tausta. Kun laki aikanaan laadittiin, oli Arvopaperivälittäjien Yhdistyksellä oma kauppapaikkansa, ns. OTC-lista, ja arvopaperipörssillä omansa. Lisäksi oltiin suunnittelemassa paikallispörssijä myös Turkuun ja Tampereelle. Tällaisessa tilanteessa Ratalla olisikin ollut selvempi asema eri kauppapaikkojen valtakunnallisena valvojana. Vain Helsingin Arvopaperipörssi on jäljellä, mutta sen valvomia yhtiöitä valvoo nyt myös Rata. Tämä johtaa päällekkäiseen valvontaan, ja saattaa johtaa myös ristiriitaiseen sääntöjen tulkintaan, epävarmuuteen siitä, kuka valvonnasta käytännössä vastaa, valvontaresurssien epätasaiseen jakautumiseen ja lisäksi siihen, että sääntelyn kehittämisestä ei muiden töiden ohessa vastaa kukaan.

Pörssin markkinavalvonta on kaupankäynnin laadunvarmistusta, joka tapahtuu kahdessa vaiheessa: (i) Päivittäisen markkinavalvonnan hoitaa ns. osake-

¹¹⁵ Lisäksi pörssin sääntöjen mukaan kaikilla tulee olla käytettävissä riittävä tieto osakkeen arvon määrittämiseksi perustellusti (A4.111) ja kaikkien tietojen tulee olla sellaisia että niiden perusteella voidaan arvioida – seikan vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan (4.122).

desk, joka valvoo myös kaupankäyntitapahtumia. Se hoitaa käytännön yhteydenpidon yhtiöihin esimerkiksi tapauksissa, joissa yhtiön julkistama pörssitiedote on puutteellinen tai tulkinnanvarainen, siinä on ilmiselviä virheitä tai yhtiöstä liikkuu huhuja. Se suodattaa kaikista tiedotustapahtumistaan karkeasti ottaen noin 25 % seuraavaan (ii) tutkintavaiheeseen, jolloin pörssi alkaa tarkemmin selvittää mahdollisia rikkomuksia ja niiden seuraamusmenettelyä.¹¹⁶

Helsingin pörssissä käsiteltiin vuoden 2001 aikana 105 valvontatapausta, joista 15:ssä annettiin osapuolelle muistutus ja kahdeksassa kiinnitettiin huomiota sääntöjen sisältöön. Vain kaksi tapausta siirrettiin kurinpitolautakunnan käsiteltäväksi. Lautakunnan käsittelemistä asioista toisessa kiinnitettiin osapuolen huomiota sääntöjen sisältöön ja toisessa määrättiin huomautus ja kurinpitomaksu.¹¹⁷

Pörssin sisäistä, kaksivaiheista markkinavalvontaa sekoittaa kuitenkin se, että pörssi tarjoaa listayhtiöille myös yhtiöpalveluja. Vaikka yhtiöpalvelut on organisatorisesti eriytetty markkinavalvonnasta, saattaa yhtiöille syntyä sellainen käsitys, että tätä kautta saatu suositus tiedotusmenettelyksi olisi pörssin hyväksymä kanta. Näin ei ehkä kuitenkaan aina ole. Valvonnan uskottavuus voi siten muodostua joissain tilanteissa kyseenalaiseksi, jos sama yhtiö tarjoaa myös muuta palvelua. Vaikka valvonta on erotettu liiketoiminnasta ja valvonta vastaa toiminnastaan kurinpitolautakunnalle, valvonta on kuitenkin pörssi-toimintaa harjoittavan OM HEX Oyj:lle kustannus. Kustannukseen suhtauduttaneen kuten mihin tahansa investointiin. Tässä tapauksessa investoinnin tuottaman hyödyn, luotettavuuden laskeminen vain on vaikeaa. Hyötyyn pyrittäneen pienimmällä mahdollisella investoinnilla, joka arvioidaan tarvittavan, ettei sen laiminlyöminen aiheuta kohtuutonta haittaa. Problematiikka voi osoittautua vielä hankalammaksi sen vuoksi, että OM HEX Oyj on noteerattu sekä Helsingissä että Tukholmassa, joka on yhtiön kotipaikka. Tämän mukaisesti Helsingin pörssin valvonnan viimekätinen arviointipaikka on Ruotsin Rahoitustarkastus, Finansinspektionen.¹¹⁸

¹¹⁶ Katso tarkemmin luvun 2. alkua alaviitteineen.

¹¹⁷ HEX-konsernin vuosikertomus 2001, 29. Aiemmilta vuosilta ei ole kerätty tietoja. Pörssin valvonnan ja itsesääntelyn kehittymättömyydellä voi olla yhteys sen pyrkimykseen saada lisää yhtiöitä listoille. *Astola*, 235, totesi jo v. 1990, että itsesääntelyelinten päätöksistä riippuvaisten markkinaosapuolten – – voi olla hankala tai jopa mahdotonta saattaa epäoikeudenmukaiseksi kokemansa itsesääntelyelimen ratkaisu markkinoista riippumattoman elimen tutkittavaksi. Kaupankäyntivolyyymien kehittymiseen nähden on valvontaratkaisuja tullut niin vähän, ettei edes ole ollut, mistä valittaa. Siksi voi ajatella, että pörssin kilpailu- ja kasvutavoitteet voivat olla ristiriidassa tehostuvan itsesääntelyllisen valvonnan kanssa.

¹¹⁸ Tämä ei muodosta estettä Suomessa Rahoitustarkastuksen toteuttamalle valvonnalle, jolle OM HEX toimittaa kaikki oman konserninsa tiedotteet.

2.5.4 Tilanteiden kartoittamattomuuden ongelma

Tiedotustapahtumaa ja sen oikeudellista arviointia hallitsee paljolti vielä tilanteiden yksityiskohtainen kartoittamattomuus. Ohjeita tiedonantovelvollisuuden käytännön tulkintakysymyksiin on vähän. Sinänsä on hyvä, että arvopaperimarkkinalain ollessa nuori vastuut syntyvät markkinaosapuolille alimitoitettuina. Vastuun ankaroittaminen ei ole ratkaisu niin kauan, kun ei ole kehittynyttä normitusta ja säännöstöä eri tilanteiden tunnistamiseksi ja tulkitsemiseksi. Laista ja sitä täydentävistä viranomaisohjeista pitäisi kuitenkin olla luettavissa riskialueet nykyistä selvemmin.

Iso-Britannialla on pitkä perinne arvopaperikaupassa. Siellä arvopaperimarkkinat ovat vanhastaan olleet valtion sääntelemää toiminta-aluetta¹¹⁹, mutta Suomessa sääntely on toteutunut markkinoilla toimivien osapuolten tahdonvaraisen ja itseorganisoidun itsesääntelyn kautta. Valtion nykyisin luoma puitelainsäädäntö sisältää periaatteita, joista ei useinkaan voida säätää tarkoin ja yksityiskohtaisin säännöin. Niitä koskeissa normeissa joudutaan ottamaan kokonaisvaltaisesti huomioon useita seikkoja¹²⁰, jotka liittyvät sovellustapausten ja sääntelykohteiden monimuotoisuuteen. Voidaan erotella myös useita eri osapuolirooleja.

Tiedonantovelvollisuuden yksittäisten tilanteiden jäsentely, luokittelu ja tyyppittely ilman osapuolten taustalla olevien motiivien tutkimista tai muiden markkinaosapuolien huomioon ottamista on osoittautunut vaikeaksi. Tässä tutkimuksessa nämä asiat kytketään tarkasteluun mukaan.

Suomessa tiedonantovelvollisuuden¹²¹ toteuttamiseen liittyvien oikeudellis-

¹¹⁹ Englantilaisessa kirjallisuudessa mainitaan tavallisesti esimerkkinä sysäyksestä kirjoitetun osakeyhtiölainsäädännön kehittymiselle ns. Etelämeren kupla (the South Sea Bubble), sen puhkeaminen ja sen opetusten unohtamisesta johtunut uusi kaaos. Vuonna 1711 perustettu South Sea Company hankki itselleen käytännössä koko Englannin valtion silloisen velan (noin £31 miljoonaa) ostamalla valtion velkasitoumuksia tai vaihtamalla niitä yhtiön osakkeisiin. Näin se pyrki nopeasti laajentamaan liiketoimintaansa. Ideaa ei sinänsä aikanaan pidetty epäterveenä, mutta yhtiö saattoi oikeusjärjestelmän puutteiden vuoksi kohdella osakkaitaan ja velallisiaan mielivaltaisesti ja vaarantaa omien velkojiansa saatavat muutamassa kuukaudessa vuoden 1720 lopulla tapahtuneeseen romahdukseensa asti. Gower, 28–30. – Taloudellinen lamakausi 1920- ja 1930-lukujen vaihteessa Yhdysvalloissa sai aikaan vuonna 1933 säädetyt *The Securities Actin* ja vuonna 1934 säädetyt *The Securities Exchange Actin*. Duxbury, 328–329.

¹²⁰ Rudanگون 1998, 104–105, mukaan esimerkiksi tiedonantovelvollisuus perustuu ensi sijassa lakiin, mutta sen perustuminen lisäksi sopimukseen ei ole vain teoreettinen, koska velvollisuus kohdistuu myös muuhun tahoon (kolmansiin) kuin sopimuksen osapuoleen. Tällainen taho on varsinkin sijoittajat, joiden intressiä palvelevat varsinaisten sijoittajansuojasäännösten lisäksi ne säännökset, joiden voidaan katsoa suojaavan ns. markkinoiden etua.

¹²¹ Tiedonantovelvollisuuden muita kuin arvopaperimarkkinoita koskevia säännöksiä on lainsäädännössä useita: KL 18 ja 19§, KSL 2 luku, laki kuluttajansuojasta kiinteistönvälityksessä 8§, asetus asuntojen markkinoinnissa annettavista tiedoista 18.11.1983/847. Ks. myös yritysikiinnitys-luottolain 34§. Tiedonantovelvollisuutta kuluttajansuojaoikeudellisenä kysymyksenä tarkastelee mm. Rudanگون 1998, 75–77, Wilhelmsson 1991, sopimusoikeudellisenä kysymyksenä Pöyhönen ja Häyhä, markkinaoikeudellisenä kysymyksenä Bernitz, Rissanen – Tiili – Mäkinen sekä arvopaperimarkkinaoikeudellisenä kysymyksenä Sillanpää 1994, Astola, Rudanگون 1998, Timonen 1997.

ten kysymysten ratkaisussa on monesti hallitsevan aseman saanut vain kahden seikan selvittäminen: ovatko yhtiön julkistamat tiedot olennaisia, ja onko yhtiö julkistanut ao. tiedot oikea-aikaisesti. Voi olla, että keskittyminen näihin kahteen seikkaan merkitsee, että tiedonantovelvollisuus on juridisena sääntelyalueena sittenkin vielä niin uusi, että sen tarkastelua varten käytettävissä olevat käsitteet ja tavat ovat vielä kehittymättömät.

2.5.5 Yksittäisen tiedon ongelma

AML puhuu tiedonantovelvollisuudesta, kun pitäisi ehkä puhua informaatiovelvollisuudesta. Tietoon liittyviä käsitteitä *Kuusi* on kuvannut sisällöllisesti, merkitystä vahvistavalla käsitejanalla data – informaatio – tieto – viisaus.¹²² Hän luokittelee ”tietoa” sen ”jalostusasteen” mukaan: data (tiedon lisäämiseksi koottu ”aineisto”), informaatio (yksittäiset erittelemättömät ”tiedon palaset”), osaaminen (knowledge, ongelmien ratkomiseen sopiva ”tietosiivu”), yhdennetty osaaminen eli viisaus (superhyödyllinen teoria). Datan voidaan kuvata olevan nuotteja ja informaation nuottien yhdistelmä. Tieto puolestaan on vastaanottajan refleктоima informaatiota. Informaatio liittyy siten aina johonkin kokonaisuuteen ja muuttuu tiedoksi vasta kun vastaanottaja on kyennyt liittämään sen osaksi jo hallussaan olevaa tietoa.

Samuelsson määrittelee informaation seuraavasti:

”Med information avses data som är meningsfull (eller analytisk användbar) för mottagarna – i praktiken allting som underlättar förutsägelser om ett företags framtida ekonomiska ställning. Data är det råmaterial som möjliggör produktion av information. Mängden data i ett börsföretag är oöverblickbar för utomstående och måste därför bearbetas till information redan i företaget. Detta innebär inte att information i någon mening är direkt applicerbar som beslutsunderlag, men väl användbar som analysmaterial i samband med den beslutsprocess som föregår ett placementsbeslut.”¹²³

Kuitenkin juuri tästä aiheutuu ongelma, jota *Gower* kuvaa oikeuskäytännöstä ottamallaan esimerkillä:

”– those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts, or compilation of other data. – They either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant. This danger we have attempted to meet by the Prevention of

¹²² *Kuusi*, 150–164.

¹²³ *Samuelsson*, 21 av. 13.

Fraud (Investments) Act, designed to ensure that the public are not invited to engage in speculation except through reputable professional advisers who will not 'lack the training or intelligence' to assimilate the information supplied."¹²⁴

Myös taloustieteen alueella behavioralismin viime aikojen tutkimukset ovat jo alkaneet yhä enemmän vaikuttaa myös oikeustieteelliseen tutkimukseen.

Tverskyn ja Kahnemanin tutkimuksiin viitaten *Hanson* ja *Kysar* toteavat, että "one consequence – is that people often pay too much attention to specific details (which may or may not contain relevant information), while ignoring or paying too little attention to backround information that is relevant."¹²⁵

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on, että tietojen perusteella sijoittaja voi tehdä perustellun arvion osakkeen arvosta. Pörssin sääntöjen mukaan julkistettujen seikkojen tulee olla sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen tai tapahtuman vaikutusta yhtiön taloudelliseen asemaan ja tulevaan toimintaan.¹²⁶ *Kuusen* edellä mainittua luokittelua käyttäen informaatio, siis yksittäiset, erittelemättömät "tiedon palaset", eivät tunnu riittävän osaamiseen eivätkä siis sijoitusongelmankaan ratkomiseen. Jos markkinoilla jo lähtökohtana pidetään huolellista henkilöä, miten toteutuukaan tavallisen sijoittajan suoja, jos yhtiö antaa tiedot *Kuusen* luokittelemana informaationa, yksittäisinä, erittelemättöminä tiedon palasina.

Yksittäisen tiedon problematiikkaa ei juuri ole lain esitöissä selvitelty. Arvopaperimarkkinatoimikunnan tehtävänä oli 1990-alussa selvittää Euroopan yhdentymiskehitykseen liittyvien velvoitteiden sekä kansainvälisen taloudellisen kehityksen arvopaperimarkkinoita koskevaan lainsäädäntöön vaatimia muutoksia. Jatkuva tiedonantovelvollisuutta on käsitelty listalleottodirektiivin (72/279) liitteessä C.5.a.¹²⁷ Sen mukaan yhtiön on niin pian kuin mahdollista tiedotettava yleisölle kaikesta toimintaansa koskevasta merkittävästä kehityksestä, joka ei ole yleisesti tiedossa.

Kun toimikunta arvioi, vastasiko AML:n mukainen jatkuva tiedonantovelvollisuus sisällöltään listalleottodirektiivin mukaista liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, se piti pääkysymyksenä, mitä listalleottodirektiivissä on tarkoitettu "yhtiön toimintaa koskevalla merkittävällä kehityksellä". Se katsoi, että AML:n mukaan julkistettavaksi edellytetyt yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat vastasivat sisällöltään listalleottodirektiivin tarkoittamaa yhtiön

¹²⁴ Gower, 362.

¹²⁵ *Hanson – Kysar*, 664.

¹²⁶ HAOS A4.122.

¹²⁷ Säännös on nykyisin liitetty samansisältöisenä direktiivin 2001/34/EY artiklaan n:o 68.

toimintaa koskevaa merkittävää kehitystä eikä ehdottanut muutoksia AML:n mukaisen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältöön. Samalla se kuitenkin totesi tämän merkitsevän sitä, ”että ’seikalla’ ei tarkoiteta ainoastaan yksittäisiä konkreettisia tapahtumia ja että AML vastaa direktiiviä”.¹²⁸

Koska listalleottodirektiivi on merkittävä oikeuslähde arvioitaessa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 7 §:n 1 momentin sisältöä tulevaisuudessa, – – [komitea selosti] – – syitä, joiden vuoksi listalleottodirektiivin *ei katsot[tu] aiheuttavan muutoksia jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältöön*.

Koska yhtiön on listalleottodirektiivin mukaan tiedotettava toimintaansa koskevasta merkittävästä kehityksestä eikä vain jo tapahtuneista seikoista, listalleottodirektiivin *sanonta näyttää arvopaperimarkkinalain ilmaisuja väljemmältä*. Olennaista kuitenkin on molemmissa tapauksissa, että tiedottaminen on jatkuvaa.

Toimikunta on itse arvioinut, että listalleottodirektiivin sanonta näyttää väljemmältä, mutta ei käsittele ongelmaa tarkemmin. Lain sisällön jäätyä ennalleen, sitä on tulkittu juuri siten kuin laissa lukee: on julkistettu päätöksiä ja yhtiön toimintaa koskevia seikkoja, mutta vailla taustoja ja yhteyksiä kehitykseen. Niin kauan kuin kyse on yksinkertaisesta ja konkreettisesta seikasta¹²⁹, asia saattaa olla hallittavissa, mutta direktiivin kehitys-sana viittaa yhtiön ja toiminnan kuvaamiseen, josta yksittäisten seikkojen erittely on vaikeaa [vrt. kappale 6.5 Yritys tiedon itseisarvon puhdistamiseksi]. Toimikunta ei ottanut kantaa itse ongelmaan, vaan perusteli sitä sillä itsellään: kehityksestä tiedottaminen on sama asia kuin seikasta tiedottaminen, kun seikasta tiedotetaan uudelleen.

Myöskään *Samuelsson* ei näe tiedon kokonaisuuden syntyvän yksittäisten tietojen summana:

”Det är således aldrig fråga om att bara lägga de nya uppgifterna till dem som redan finns, utan det krävs ett tolkningsinslag för att relatera dessa till de befintliga uppgifterna. Ny information står därför inte i ett additivt utan snarare i ett hierarkiskt förhållande till den existerande informationen. Dessutom är den samlade informationen holistisk i betydelsen att helhetsintrycket av alla de uppgifter placeraren besitter är avgörande för den bild han skapar sig av ett visst värdepapper. Helheten är i detta sammanhang något annat och mera än summan av de enskilda uppgifterna.”¹³⁰

Nykyiselle länsimaiselle tietoyhteiskunnalle on luonteenomaista informaation ylitarjonta. Informaation arvo lähenee nopeasti nollaa, kun se muuttuu vapaaksi

¹²⁸ KM 1991: 48, 142 ss.

¹²⁹ Kuten toimikunnan esimerkki aiesopimuksen, jonka tekemisestä on tiedotettu, jääminen toteutumatta tai ilmoitettua merkityksettömämmäksi, *ibid.*, 144.

¹³⁰ *Samuelsson*, 89.

hyödykkeeksi. Mutta jos informaatiota muutetaan, tulkitaan ja jalostetaan edelleen tiedoksi, sen arvo kasvaa.¹³¹ Arvopaperimarkkinoilla tieto on arvokasta, kun sen tulkinta on kytketty liiketoimintaan tai arvopaperin arvoon.¹³² Muiden ja varsinkin yksittäisten tietojen arvo on perin vaikeasti selvitettävissä. Näin tieto, jolla voi olla paljon arvoa yhdessä yhteydessä, voi olla vähäarvoinen toisessa yhteydessä. Vain liikeideaan kytkeytyvällä tiedolla on arvoa. Jos tiedolle ei ole markkinoita, ei sillä ole arvoakaan.¹³³

Aiemmin esitettyjä tietoja ei de lege lata tarvitse korjata missään, riittää kun kertoo uuden tiedon. Ajatusmaailma lähtee siitä olettamuksesta, että vanhat tiedot korjautuvat itsestään. Ajan tasalla pysyäkseen sijoittajan on tehtävä jatkuvaa tutkimustyötä ja verrattava kaikkea yhtiön sanomista siihen, mitä yhtiö on aiemmin sanonut.

Outokumpu ilmoitti heinäkuussa 2002 uuden tiedon vastoin aiemmin nimenomaisesti ilmoittamaansa kantaa. Vajaat kaksi vuotta aiemmin yhtiön teräsliiketoiminta yhdistettiin kilpailijaansa Avesta Sheffieldiin muodostamalla yksi teräsliiketoimintaan keskittyvä yhtiö. Tällöin Outokumpu perusteli hanketta mm. seuraavasti:

”Outokumpu on arvioinut strategiset mahdollisuutensa omistaja-arvon kehittämiseksi. Outokumpu Steelin ja Avesta Sheffieldin yhdistyminen luo perustan nopeammalle kasvulle jaloteräksessä. Konsernin uusi rakenne tarjoaa myös *paremman mahdollisuuden panostaa Outokummun värimetalliliiketoiminnan voimakkaaseen kehittämiseen*. Tavoitteena on kaksinkertaistaa tämä liiketoiminta 4–5 vuoden aikana ja *muuttua metalli- ja teknologiakonserniksi*. – – Jaloteräsliiketoimintamme uusi rakenne, Outokumpu Steel ja Avesta Sheffield yhdistettynä kansainväliseksi, *itsenäiseksi* ja pelkästään ruostumattomaan teräkseen keskittyväksi yhtiöksi, AvestaPolaritiksi, tarjoaa entistä laajemmän, mielenkiintoisen perustan, jolta tämän liiketoiminnan arvoa voidaan voimakkaasti lisätä. – – Outokummun osuus uudesta yhtiöstä on aluksi 55 %. Jotta osakkeelle saataisiin parempi likviditeetti, *olemme sitoutuneet vähentämään omistusosuuttamme 40 %:iin tai sen alle vuoteen 2003 mennessä*.”¹³⁴ Lisäksi yhtiö ilmoitti, mitkä tulisivat olemaan sen uudet, tärkeimmät asiakassektorit ja kuinka uutta värimetalliliiketoiminnan kasvua ja muuntumista pohjustettiin jo monilla alueilla. ”– – *AvestaPolaritin lis-*

¹³¹ Tiedon arvoa koskeva keskustelu liittyy keskusteluun julkistamisvelvollisuuden pakollisuudesta ja sen aikaansaamasta hyödyistä. Dooleyn, 390, mukaan ”management has positive incentives to disclose information about the firm up to the point where the marginal cost of additional disclosure is equal to the marginal benefit to the firm in reducing its cost of capital”.

¹³² Posnerin, 437, mukaan tiedolla voi ansaita vain tulkitsemalla sitä paremmin kuin muut.

¹³³ Sveiby, 94. – Lash, 18, 76 ja 144 ss. Informaatioyhteiskunnan suuri ristiriita on siinä, että se, minkä paras tietämys ja rationaliteetti kykenee tuottamaan johtaa vain tahtomattaan irrationaalisuuden ylikuormitukseen, informaatiota vaille jääneeseen informaatioyhteiskuntaan.

¹³⁴ Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 28.9.2000: *Outokumpu asemoi itsensä uuteen kasvuun*.

taamisen erillisenä yhtiönä uskottiin tarjoavan sijoittajille mahdollisuuden sijoittaa kansainväliset mitat täyttävään, erittäin fokusoituneeseen ja integroituneeseen jaloteräsyhtiöön.”¹³⁵

Outokummun päätös ostaa takaisin AvestaPolarit tuli markkinoille täydellisenä yllätyksenä. Yhtiön toimitusjohtaja selitti kauppaa yhtiön strategisena vahvistamisena eikä muuttamisena, vaan paluuna alkuperäisiin suunnitelmiin.

”*Olimme aivan alusta saakka hankkimassa koko Avesta Sheffieldiä, mutta se oli mahdotonta eikä sopinut Avesta Sheffieldin silloisten omistajien ajatusmaailmaan*”, totesi toimitusjohtaja.¹³⁶ Markkinoilla selitystä pidettiin yllättävänä lähinnä siksi, että Outokumpu oli johdonmukaisesti edennyt tiellään vähentää omistustaan jakamalla suuren osan osingoista keväällä 2002 AvestaPolaritin osakkeina, jolloin Outokummun omistusosuus laski 55,3 %:sta 52,4 %:iin.¹³⁷ Markkinoilla kuviteltiin yhtiön olevan päinvastoin vähentämässä omistustaan AvestaPolaritista, kun yhtiötä pidettiin arvokkaampina niiden ollessa erillisiä.

Tässä on asiaa tarkasteltu voimassaolevien tiedonantovelvollisuusnormien näkökulmasta. Kysymys oikeastaan kuuluu, kuinka pitkälle tiedonantovelvollisuusnormin sallitaan venyvän, jos ei loukata osakkeenomistajien suoria etuja. Outokumpu oli vuosikertomuksessaan 2001 todennut, että AvestaPolarit takaa nopean ja aiempaa riskittömämmän kasvun ruostumattomassa teräksessä ja että ruostumaton teräs on rakennemuutoksen jälkeenkin tärkeä osa Outokummun arvomuodostusta ja että yhtiön tavoitteena on muuttua pääomavaltaisesta yhtiöstä osaamisintensiiviseksi yhtiöksi. Mikä merkitys näille vuosikertomuksessa todetuille tiedoille on annettava suhteessa pörssitiedotteiden tietoihin? Nähdäkseni niiden avulla ei voida välttää tiedonantovelvollisuudelta virallista tietä eikä niille sen vuoksi ole annettava oikeudellista merkitystä, koska olennaiset tiedot on julkistettava pörssitiedotteena.

¹³⁵ Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 28.9.2000: *Outokumpu ja Avesta Sheffield muodostavat uuden johtavan jaloteräsyhtiön*. – Sen oikeudellista merkitystä, mitä ao. pörssitiedotteessa todettiin, ei muuta se, mitä samana päivänä sanottiin lehdistötilaisuudessa, josta oli web-casting palvelu saatavissa. Toimitusjohtaja lausui uudesta rakenteesta mm.: ”The Outokumpu Group will still be one company, but now having its stainless steel business as a subsidiary, co-owned with a group of other investors with shared assets. Stainless steel remains equally important to us in this new structure. Even after the agreed dilution to 40 % in three years, the stainless steel business will be a significant part of our value creation capacity.” Myös telekonferenssissa 13.10. samoin kuin roadshowtilaisuuksissa lokakuun 2000 ja tammikuun 2001 välillä todettiin alkuperäisiä vaihtoehtoisia tavoitteita (ote telekonferenssin scriptistä): ”The structure (55/45 ownership ratio) has been questioned mainly from an Outokumpu shareholders’ perspective. – – All these questions make perfect sense. – – Some are easy to answer: We couldn’t opt to buy Avesta Sheffield, because it wasn’t for sale.”

¹³⁶ Outokumpu Oyj:n lehdistötiedote 1.7.2002: *Outokumpu hankkii AvestaPolaritin kokonaan omistukseensa*.

¹³⁷ Vielä Capital Market Days -tapahtumissa 23.–24.5.2002 Outokumpu oli vahvistanut päämääräkseen alentaa omistustaan AvestaPolaritissa: ”Ownership in AvestaPolarit will be reduced to 40 % by distributing shares in AvestaPolarit as dividend to Outokumpu’s shareholders.” (Düsseldorf, Alsdorff, Köln – kalvo no. 20 Outokummun verkkosivuilla).

Tässä yhteydessä ei ole mahdollista käydä läpi kaikkia asiaan liittyviä piirteitä. Edellä olevalla esimerkillä on vain haluttu osoittaa pörssitiedotteessa ilmaistujen asioiden ensisijaisuus ja niiden muotoilun tärkeys. Se, että yhtiö kertoo markkinoille muiden kanavien kautta, että ruostumaton teräs pysyy edelleen merkittävänä liiketoiminta-alueena, ei oikeudellisesti muuta sitä, että olennainen tieto olisi tullut julkistaa pörssitiedotteessa. Yhtiön olisi tullut ilmoittaa terästeollisuuden merkittävä rooli jo alunperin tiedotteessaan 28.9.2000, jos yhtiö oli kerran pyrkinyt toimitusjohtajan ilmoittamalla tavalla toiseen ratkaisuun ja pitänyt sitä edelleen tavoiteltavana joskus myöhemmin. Jos Avesta Sheffieldin omistajan ajatusmaailma oli syystä tai toisesta muuttunut, Outokumpu oli kuitenkin sitoutunut markkinoille antamaansa tietoon. Osakassopimuksessa ilmoitettu tieto omistusoikeuden alentamisesta 40 %:iin oli voimassa oleva tieto, joka olisi pitänyt kumota ennen takaisinostopäätöksen julkistamista, tai hakea Rahoitustarkastukselta poikkeuslupaa olla kumoamatta tietoa¹³⁸, jos kumoaminen olisi saattanut kaataa suunnitellun yritysjärjestelyn, josta oli tiin vasta neuvottelemassa.

Sijoittaja, joka oli tehnyt sijoituksensa yhtiöön niillä strategiaa koskevilla tiedoilla, jotka perustuivat Outokummun riippuvuuden vähentämiseen teräksestä, saattoi tuntea itsensä petetyksi, kun yhtiö yhtäkkiä ilmoitti hankkivansa terästeollisuuden kokonaan omistukseensa. Jos johto käyttää varoja millä tahansa tuottavaksi katsomallaan tavalla yhtiön hallituksen antamissa puitteissa, mitä tietoja osakkeenomistajat enää tarvitsisivat varsinaisesta liiketoiminnasta? Eivätkö heille riittäisi vain tuloslaskelman ja taseen tiedot, jotka eivät kerro liiketoiminnan luonteesta mitään? Silloin yritykset alkaisivat muistuttaa rahastoja, jotka käyttäisivät osakkaiden varoja parhaaksi näkemiinsä kohteisiin, ja yritykset alkaisivat kilpailla ainoastaan tuloksellaan, jolloin osakkeenomistajien yhtiökohtainen tiedonsaanti vaikeutuisi.

Se, että yhtiö muiden kanavien kautta kertoo, että ruostumaton teräs on yhtiön merkittävä liiketoiminta-alue, joskin vain omistusosuuden kautta, ei muuta sitä, että asiasta ei tiedotettu pörssin edellyttämällä tavalla. Yhtiö toki voi muuttaa strategiaansa, mutta silloin sen tulisi myös ilmoittaa, että aiempi tieto värimetalliliiketoiminnan painopisteestä ei enää ole relevantti. Uuttakaan strategiaa yhtiö ei pörssitiedotteena julkistanut. Johto tunnusti, että se oli alusta saakka pyrkinyt toiseen ratkaisuun. Olivatko yhtiön johdon lausumat kaksi vuotta aiemmin siten olleet virheellisiä, harhaanjohtavia vai valheellisia? Olisiko yhtiön tarkemmin pitänyt selvittää markkinoilla olevia käsityksiä? Vai voidaananko katsoa, että syyskuussa 2000 pörssitiedotteena julkistetusta tiedosta oli

¹³⁸ Rahoitustarkastus voi, ellei se vaaranna sijoittajien asemaa, myöntää poikkeuksen 7 ja 10 §:ssä säädetystä julkistamisvelvollisuudesta, jos julkistaminen olisi yleisen edun vastaista tai jos siitä olisi liikkeeseenlaskijalle olennaista haittaa. Poikkeusta on haettava välittömästi velvollisuuden synnyttävä (AML 2.11§).

kulunut niin paljon aikaa, ettei sillä ollut enää yhteyttä uuteen tietoon (vaikka vielä keväällä 2002 markkinoille epävirallisesti signaloitiinkin muuta)? Jo näistä kysymyksistä huomataan, ettei tiedonantovelvollisuuden ajalliset tai olennaisuuskriteerit ole selkeitä ja että saatetaan tarvita muitakin näkökulmia tiedonantovelvollisuuteen.

Lakia laadittaessa, jolloin yritysten julkisuuskin oli vähäisempää kuin nykyisin, luottamuksellista tietoa kuvattiin erityistilanteisiin liittyvien, helposti tunnistettavien, konkreettisilta tuntuvien ja ehkä jopa dramaattisten yksittäisten seikkojen kautta. Nykyisin liiketoimintamahdollisuudet vyöryvät eteenpäin dynaamisesti yhtenä jatkumona. Yhtiön liiketoimintaan ja tuotto-odotuksiin vaikuttavat aiempaa enemmän myös muut tekijät, kuten esimerkiksi yrityksen kulttuuri, johtamisilmasto, kyky rekrytoida tai brandin vaalimiskyky.¹³⁹ Näiden tekijöiden erottelu tapahtumiksi ja seikoiksi on paljon vaikeampaa. Yhtiöiden arvonmääritys on markkinoilla muuttunut jatkuvaksi prosessiksi, jolloin julkistettavat seikat ovat ikään kuin prosessissa kehittyviä *lopputulemia vähitellen syntyvästä tiedosta*.

Tällöin yksittäinen tieto (seikka) on vain katkaistu palanen kokonaisuudesta, jonka laajuutta ja ulottuvuutta voi vain arvailla. Jatkuva tiedonantovelvollisuutta tarkasteltaessa ei tähän mennessä ole nähty ongelmaa katkaistun tiedon virran ja kokonaiskuvan välillä, mutta säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen liittyvän tilinpäätöksen osalta on asiasta käyty keskustelua. Tämä on mielenkiintoista, koska säännöllinen tiedonantovelvollisuus on enemmän tekemisissä juuri kvantitatiivisten ja laskennallisten seikkojen kuin laadullisten johtamisnäkemysten kanssa, jotka dynaamisella tavalla vaikuttavat kassavirtojen takana ja ohjaavat niitä.¹⁴⁰

2.5.6 Tavoitteena vivahteikkaampi käsitteistö

Tutkimuksen lähtökohtia hahmotettaessa voidaan kulloisenkin tilanteen tarkastelussa hakea eri suuntiin meneviä, ristiriitaisilta tuntuvia argumentteja. Vaikka juridiikka hakee ennen kaikkea yleispäteviä eri tilanteisiin sovitettavissa olevia tunnusmerkkejä, voidaan nähdä, että silloinkin kun sellaisia voitaisiin havaita,

¹³⁹ Lev – Zarowin, 353 ss., ovat esimerkiksi havainneet, että tilinpäätöslukujen merkityksen väheneminen selittyy osittain innovaatioiden merkityksen kasvulla. Amir – Lev, 3–30, ovat puolestaan osoittaneet, että varsinkin langattoman viestinnän toimialoilla sellaisilla ei-taloudellisilla indikaattoreilla kuin markkinan populaatio tai markkinapenetratio on paljon suurempi vaikutus osakkeen hintoihin kuin taloudellisella informaatiolla.

¹⁴⁰ Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus muodostavat toisiaan täydentävän kokonaisuuden. Esimerkiksi yhdessä tilanteessa sama asia saattaa kuulua säännöllisen ja toisessa taas jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin (mm. tilintarkastuskertomus, vrt. sääntöjä HAOS A5.23 säännöllisen tiedonantovelvollisuuden osalta ja 5.32 jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta).

jää kuitenkin toisaalta-argumentit, jotka kyseenalaistavat tilannetta.

Arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden ongelmat eivät aukea helposti. Lainsäädäntö on asetettu ylätasolla ratkaisemaan markkinoiden kokonaistaloudellista ongelmaa, kun taas luottamuksen sääntely tapahtuu yksittäistilanteissa, joista markkinaosapuolet saavat huonosti osviittaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden arkitilanteisiin. Markkinatoimijoiden yksilöllisten tavoitteiden ja tilanteentulkinnassa käytettävien yleisten tavoitteiden välillä on ammotava kuilu eikä yleisistä neuvoista voi johtaa yksittäisiä ratkaisuja.

Kuvaava esimerkki ongelmasta on vanha eteläintialainen apinaloukku, jonka tehokkuus johtuu apinan arvojen joustamattomuudesta. Loukku muodostuu ontoksi koverretusta kookospähkinästä, joka on ketjulla kiinni seipäässä. Kookospähkinän sisällä on riisiä, johon pääsee käsiksi pienestä reiästä. Reikä on niin iso, että apinan käsi mahtuu sisään mutta niin pieni, ettei apinan riisiä täynnä oleva nyrkki mahdu ulos. Apina kurottaa sisään ja joutuu yhtäkkiä loukkuun – vain omien arvojensa joustamattomuuden vuoksi. Se ei pysty arvioimaan riisiä uudelleen. Se ei käsitä, että vapaus ilman riisiä on arvokkaampi kuin kiinnijääminen riisiin kanssa. Kun kyläläiset tulevat hakemaan sitä viedäkseen sen pois, mitä yleisiä neuvoja – ei täsmällisiä neuvoja – vaan mitä *yleisiä* neuvoja voi apinaraukalle tässä tilanteessa antaa?¹⁴¹

Yritysjohto on usein analogisessa tilanteessa esimerkin apinan kanssa. Sen on vaikea yleisistä periaatteista johtaa ratkaisuja yksittäisiin tilanteisiin, toisin sanoen, oikeusperiaatteita ei ole mahdollista tunnistaa formaalin tunnistamissäännön avulla, kuten erityistilanteita varten annettuja oikeussääntöjä.¹⁴² Useimmiten yhtiön johto on tilanteessa täysin yksin eikä saa tiedonantovelvollisuutta edellyttävien luottamuksellisten asioiden tulkinnassa apua keneltäkään. Kyläläisinä voidaan pitää niitä tahoja, jotka markkinaosapuolina seuraavat yhtiön toimintaa ja ovat koko ajan valmiina käyttämään tilannetta hyväksi.

On toisin sanoen mahdollista laatia lista erityistilanteista. Kun huomataan, ettei kaikkia tilanteita saada niillä katetuksi, luodaan vielä yleisperiaate, joka toteaa, että olennaiset seikat on julkistettava ilman, että annetaan juurikaan apua normin käytännön tulkinnan kehittämisessä.

Arvopaperimarkkinoiden toimivuus pääomavirtojen ohjaamisessa edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Tämän sääntely on ongelmallista useista syistä:

- 1) Paljonko sääntelystä pitää olla pakottavaa ja missä määrin yhteiskunta voi luottaa markkinaosapuolten itsesääntelyn toimivuuteen?

¹⁴¹ *Pirsig*, 340.

¹⁴² *Siltala*, 137.

- 2) Voimassaolevat säännökset ovat tulkinnanvaraisia riippumatta siitä, ovatko ne pakottavia vai tahdonvaltaisia.
- 3) Sääntelyn tulkinnanvaraisuus on ymmärrettävää osaksi sen vuoksi, että tiedonantovelvollisuuden toteutumisen arviointia hallitsee vielä paljolti kartoittamattomuus.
- 4) Ei ole yksimielisyyttä siitä, mitä tiedonantovelvollisuuden käsite ”tieto” tarkoittaa. Onko julkistettava tieto yksittäisiä erittelemättömiä tiedon palasia vai onko tieto liitettävä osaksi aiemmin julkistettuja tietoja, jotta se kuvaisi kehitystä oikein?
- 5) Viides sääntelyn ongelma koskee olennaisuuden ja oikea-aikaisuuden määrittelyjä.

Tiedonantovelvollisuuden ongelmat vaativat avautuakseen nykyistä vivahteikkaampaa käsitteistöä, jotta luottamusta voitaisiin säännellä sekä koko markkinoiden että yksittäisen yhtiön näkökulmista.

OSA II

TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN UUELLEENARVIOINTI

3 Kaksi käsitystä tiedonantovelvollisuudesta

Arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamisvelvollisuuden tavoitteena on *jatkuva, johdonmukainen ja ajantasainen informaatio*. Liikkeeseenlaskijan tiedotuspolitiikan on oltava listautumisvaiheesta alkaen johdonmukaista ja selkeää niin, että sijoittajan on mahdollista *seurata* liikkeeseenlaskijaa ja sen kehitystä luotettavalla tavalla.¹⁴³

Tällainen tiedonantovelvollisuuden nykytulkinta korostaa kuitenkin

- *pistemäistä tiedotuskäsitystä*, joka rakentuu *katkelmallisten* tapahtumien ja yksittäisten seikkojen julkistamiseen ja erityistilanteita varten luotujen ohjeiden varaan. Se kiinnittää huomiota muusta tietokontekstista irrallaan olevaan *aktiiviseen* tiedottamiseen, jonka alku- ja loppuhetki voidaan määrittellä.

Tämän rinnalle uudeksi tiedonantovelvollisuuden tarkastelutavaksi esitän

- *prosessinomaista tiedotuskäsitystä*, joka rakentuu *pidemmän aikajakson* kuluessa paitsi *aktiiviselle* tiedottamiselle myös *passiviteetin* aikaansaamille viesteille. Prosessimalli on tiedonantovelvollisuuden pistemäistä tarkastelua dynaamisempi ja ajallisesti laajempi. Tässä mallissa sääntely perustuisi edelleen yleisohjaukseen, mutta laiveampaan tiedonantovelvollisuuden tulkintaan ja samalla myös osapuolten kokonaisvastuun huomiointiin.

3.1 TIEDOTUKSEN PISTEKÄSITYS

Tiedotuksen pistekäsitys saattoi sopia siihen aikaan, jolloin arvopaperimarkkinalakia 1980-luvun lopulla laadittiin. Uudet tietotekniset keksinnöt ja sovellukset eivät olleet vielä elinkeinoelämän käytössä. Pörssin kaupankäyntijärjestelmää oltiin uusimassa, mutta siitä, kuinka paljon se muuttaa informaation virtausnopeutta, ei ollut tietoa. Yhä helpompi tavoitettavuus on muuttanut tiedottamisen ja myös informaation leviämisen nopeutta.

Informaation nopeutuminen on johtanut tiedon pirstaloitumiseen, jota muun muassa *Lash* kritisoi voimakkaasti:

¹⁴³ Rata kannanotto K/42/2002/PMO:1.2.

”Linear units of meaning, such as narrative and discourse, are compressed in the technological age into abbreviated, non-extended and non-linear forms of meaning such as units of information and communication. We make sense through abbreviated units of information. Note that I am not speaking about information overloads. I am not saying that there is so much information about that we cannot attach meaning to all of it. The constant bombardment by signals – – does not constitute information. It is chaos, noise. It only becomes information when meaning is attached to it. Information only happens at the interface of the sense-maker and his/her environment.”¹⁴⁴

Jokainen yhtiön julkistama dokumentoitu tieto luo *referenssipisteitä*¹⁴⁵ ja perusteita toiminnan jatkuvuuden arvioimiseksi. Dokumentoidussa tiedossa on yhtiö julkistanut toiminnastaan sen, mitä yhtiö on sääntelyn näkökulmasta pitänyt olennaisena.

Tavallisesti yritykseltä vaaditaan lisää tietoja. Oikean kuvan muodostuminen yhtiöstä ei kuitenkaan perustu tiedon määrän lisäämiseen. Yksityiskohtainen tieto ei tee sijoittajan onnistumista yhtään todennäköisemmäksi. Tietojen tarkkuus ei poista tietojen tulkintaongelmia, koskivatpa ne sitten markkinaosuuk-sia, asiakastytyväisyyttä tai toimitusvarmuutta. Pelkällä tiedon lisäämisellä ei siis voida parantaa sijoittamisen tulosta. Siksi vaikka yhtiö olisi täyttänyt kaikki nykyiset tiedonantovelvoitteet, sijoittajalla ei silti olisi käytettävissä kaikkia tarpeellisia tietoja sijoituksen varmistamiseksi, koska liiketoiminnan kokonai-suus ja ymmärrettävyys eivät avaudu sijoittajalle yksittäisten pörssitiedotteiden kautta. Jos yhtiön julkistaman pörssitiedotteen jalostusarvo on alhainen, siitä pääsevät hyötymään harvemmat kuin siinä tapauksessa, että se on pidemmälle jalostettu. *Mitä alhaisempi tiedon jalostusarvo on, sitä eriarvoisemmin se hyö-dyttää sijoittajia.*

Yksittäisten tietojen saattaminen osakkaiden saataville ei katkelmallisuuten-sa vuoksi täytä lain tavoitetta sijoittajan tiedontarpeesta. Muutenhan yhtiön kannattaisi jakaa *raakainformaatiota* (esim. omilla verkkosivuilla linkit raaka-aineiden maailmanmarkkinahintoja seuraavien pörssien sivuille) välittämättä siitä, onko yhtiön tiedon olennaisuus *ipso facto* todettu. Tiedotteen ilmaisema asiointi on usein ulkopuolisen sekä heikosti havaittavissa että verifioitavissa. Johto ei aina halua toteuttaa tiedonantovelvollisuutta yhtä avoimesti ja sitoutua tiedotteen sisältöön täysimääräisesti, vaan se voi pyrkiä edistämään joko omia, yhtiön tai jonkin rajallisen osakasryhmän intressejä. Tiedottaminen on otolli-

¹⁴⁴ Lash, 18.

¹⁴⁵ Vaikka tässä kuvattu referenssipisteajatus on johdettu käytännön havainnoista, niillä voidaan nähdä olevan jotain yhteyttä *Tverskyn* ja *Kahnemanin*, 14, kehittämään ankkuroidintajatteluun, jossa tutkijat osoittivat, että myös täysin irrelevanteilla tekijöillä on vaikutusta ihmisten tekemiin arviointeihin.

nen alue opportunistiselle käyttäytymiselle¹⁴⁶, jossa pyritään hyötymään informaatioidesta lain hengen vastaisesti. Yhtiölle voi olla edullisempaa säilyttää yrityssalaisuus¹⁴⁷, toimintavapaus ja -vaihtoehdot ja mieluummin tinkiä avoimuudesta. Siksi yhtiön julkistaman tiedon motiivia on joskus vaikea hahmottaa. Joskus tiedote voi olla teknisluonteinen pörssitiedote omien osakkeiden ostosta, ja joskus taas se voi samalla olla keino jonkin toisen tavoitteen saavuttamiseen.¹⁴⁸ Yhtiö on vastuullinen siitä, että *sen antamien tietojen pohjalta on mahdollisuus luoda kokonaiskäsitys liiketoiminnasta*. Yhtiö ei prosessikäsitteksen mukaan ole täyttänyt tiedonantovelvollisuuttaan asiassa, ellei tiedote ole yhteydessä aiemmin samasta asiasta julkistettuun tietoon. Yhtiö ei näin saisi hyödyntää yhtiöntiedon fragmentoituneisuutta osakkeenomistajien kustannuksella.

Markkinoiden paineesta ja kilpailullisista syistä on säännöllisen tiedonantovelvollisuuden (esim. osavuositarkastus, tilinpäätöstiedotteet) merkitys osittain murentunut, kun mukaan on tullut korvaavia jatkuvan tiedottamisen toimintatapoja (tulosvaroitukset, ennakkotiedot). On odotettavissa, että tendenssi voimistuu myös tulevaisuudessa samalla, kun tiedottaminen hakee uusia muotoja. Huomattava osa yhtiötä koskevasta informaatiosta kulkee pörssin ohi. Vain pörssitiedotteita lukemalla ei enää juuri saa käsitystä siitä, mitä yhtiön liiketoiminnassa tapahtuu. Nykytilanteen ongelmana on, että sijoittajan on vaikea näyttää ja konkretisoida sellaista tietoa, joka yksinään muodostaa hänelle syntyneen, luottamuksensuojaan pohjautuvan varallisuusarvion perustan. Vaikka yhtiö julkistaa jatkuvasti tietoja, niiden perusteella syntyviä perusteltuja odotuksia ja niitä vastaavia oikeuksia ei perusteta sellaisin toimenpitein, joiden perusteella sijoittaja voisi todeta oikeuden voimassaolon syntyajankohdan ja sisällön.¹⁴⁹

Tosiasiallinen mahdollisuus luoda kokonaiskäsityksiä yhtiön liiketoiminnasta on vasta silloin, kun yhtiö käyttää tiedottamisessaan strukturoituja ja luokiteltuja tietoja samaan tapaan kuin säännöllinen tiedonantovelvollisuus (tilinpäätös, osavuositarkastus) edellyttää. *Tietojen luokittelu* tarkoittaa esimerkiksi pörssitiedotteiden numerointia, otsikointia ja tietojen ryhmittelyä.

Tietojen luokittelu merkitsee samalla julkistettujen oikeuksien kirjaamista, joka helpottaa niiden löytämistä ja asioiden liittämistä oikeisiin yhteyksiinsä.

¹⁴⁶ Opportunistista toimintaa voivat kuvata esimerkiksi väärin signaalien antaminen kilpailijoille. Myös rajallisen, kontrolloivan osakasryhmän valitseminen, sille mieleinen johto voi toimia muita osakkeenomistajia kohtaan täysin opportunistisesti. [Tätä on tarkasteltu lähemmin lojaliteetin yhteydessä, luku 7.]

¹⁴⁷ Yrityssalaisuuden käsite voidaan määritellä monella eri tavalla riippuen tilanteesta ja yleisimminkin mm. lain ja sopimustyyppien mukaan. Liikesalaisuudesta ks. esim. *Castren*, 8–30. *Hiekkaranta*, 228, 282 ja 350 ss. ja *Rissanen – Tiili – Mäkinen*, 241–245.

¹⁴⁸ Esimerkiksi kun yhtiö sisällyttää julkistamaansa tiedotteeseen viestin tai varoituksen kilpailijoille ilman, että sitä sinänsä olisi ollut pakko lainkaan mainita asian yhteydessä.

¹⁴⁹ Vrt. julkisuusperiaatetta esine- ja kiinteistöoikeudessa *Tammi – Salminen*, 102 ss.

Tällainen luettelointiperiaate on askel tärkeiden ja vähemmän tärkeiden asioiden erotteluun, ja se vähentää myös johdon mahdollisuutta opportunistiseen käyttäytymiseen. Tällaisen luettelointiperiaatteen tai kirjaamisoikeudellisen tyyppipakkoperiaatteen omaksuminen heijastaa esine- ja kiinteistöoikeudessa käsitystä, jonka mukaan tarkoituksenmukaiset oikeudet, joille on perusteltua varata mahdollisuus sitovuuteen, voidaan määritellä.¹⁵⁰ On mahdollista, että tällaisen käytännön omaksuminen arvopaperimarkkinoilla voi väliaikaisesti jossain määrin vähentää yhtiöntiedon määrää. Toisaalta se sopeutumisvaiheen jälkeen tuo selvemmin näkyville yhtiöiden tiedotukselliset erot ja myös kyvyn tuottaa ajan tasalla olevaa, validia informaatiota markkinoille. Nykyisin huolellisesti toimiville yhtiöille kyseessä ei olisi suurikaan muutos. Ne kertovat jo nyt, mitä ne ovat aiemmin asiassa julkistaneet.

Yhtiön tiedotusta arvioitaessa tarkastellaan, ei vain pörssitiedotteita, vaan kokonaisuutta, kaikkea yhtiön informaatiota. Sitä on pyritty kuvaamaan alla olevassa taulukossa. Määrällisesti valtaosaa yhtiön tiedoista ei julkisteta AML:n tarkoittamalla tavalla, vaan sidosinformaationa, medioissa ja sijoittajataapaamisissa (sekä näitä tukevilla osakaslehdillä ja -kirjeillä, presentaatiokalvoilla ja verkkosivuilla). Nämä *selittävät, tarkentavat ja antavat merkityksen* yhtiön pörssitiedotteissa julkistamille yksittäisille tiedoille [ks. kappale 3.2. Pistekäsityksen lisäongelma: Olennaisuus tiedotteen statuksen muuttujana]. Se avaa kaksi näkökulmaa: toisaalta yhtiö ei voi niihin vedoten väistää tiedotusvastuutaan ilmoittamalla, että se on asian julkistanut, mutta toisaalta sijoittaja voinee katsoa tiedon edukseen perustellun odotuksen syntymisen vuoksi. Yhtiölle se ei siis täytä aktiivisen tiedottamisen tunnusmerkkejä.

Pörssiyhtiön tiedotus on jaettavissa viiteen erityyppiseen tiedotuslajiin¹⁵¹:

- Säännöllinen informaatio (tilinpäätöstiedote, tilinpäätös, osavuosikatsaus)
- Jatkuva, olennainen informaatio (pörssitiedotteet)
- Jatkuva, tekninen informaatio (pörssi-ilmoitukset kuten esimerkiksi julkistamispäivämuutokset)
- Sidosinformaatio (vuosikertomuksen vapaaehtoinen toimialainformaatio, verkkosivut, osakaslehdet, presentaatiokalvot, telekonferenssissa ja capital market day’n yhteydessä annettu tieto, road show -tilaisuudet jne.)
- Raakainformaatio (markkinatiedot)

Kunkin tiedottamislajin perusteella osapuolet voivat niistä laskea itselleen etuja ja oikeuksia eri tavoin.

¹⁵⁰ Tammi – Salminen, 108.

¹⁵¹ Yhtiön tiedotusfunktio voidaan jakaa monella muullakin tavalla, mutta tässä on huomioitu vain sijoittajan kannalta keskeiset.

Taulukko 1. Tiedotuslajin tuomat edut, oikeudet ja velvollisuudet

	Edut	Oikeudet	Velvollisuudet yhtiölle
1. Säännöllinen informaatio	Yhtiölle: Markkina-arvon perusta Sijoittajalle: Taloudellinen merkitys selkenee	Yhtiölle: Vastuuvapaus Sijoittajalle: Oikeus arvioida johdon toimintaa	Pakko julkistaa myöhemminkin, vertailukelpoisuus
2. Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluva informaatio	Yhtiölle: Luottamus lisääntyy Sijoittajalle: Oikein muodostunut kuva	Yhtiölle: Vastuuvapaus Sijoittajalle: Lupaukseen sisältyvä perusteltu odotus	Tietohuolto, tietojen valinnan ja muokkaamisen harkinta, ilman aiheetonta viivytystä julkistettava
3. Jatkuva teknisuonteinen informaatio	Yhtiölle: Sisäinen valmistautuminen tehostuu Sijoittajalle: Varautumisen mahdollisuus	Yhtiölle: Ei vapautu vastuusta Sijoittajalle: Oikeus saada tieto ajallaan	Ks. annetut ohjeet
4. Sidosinformaatio (esim. haastattelut)	Yhtiölle: Ymmärrys markkinoilla lisääntyy Sijoittajalle: Sitoo hajatiedot yhteen	Yhtiölle: Vastuuvapaus Sijoittajalle: Perusteltu odotus	Uusi, olennainen tieto otettava mukaan säännölliseen informaatioon
5. Raakainformaatio	Yhtiölle: Palvelufunktio Sijoittajalle: Liittää yhtiön makrokehitykseen	Yhtiölle: – Sijoittajalle: Ei oikeutta vaatia tulevaisuudessa	Ei velvollisuutta julkistaa uudelleen

Keskeistä taulukon jaottelussa on jako kolmeen ensimmäiseen ja kahteen jälkimmäiseen tiedottamistyyppiin. Kolmessa ensimmäisessä tiedon oikea julkistaminen vapauttaa yhtiön vastuusta ja tiedonantovelvollisuus on täytetty. Sidosinformaation kohdalla on toisin; vaikka tieto on esimerkiksi osakasinformaatiossa julkistettu, tiedonantovelvollisuutta ei ole täytetty, vaikka yhtiö toistaisi tietoa sijoittajatapaamisissa kuinka usein tahansa. Muokatussa sidosinformaatiossa tiedottaminen toteutuu tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta passiivisesti, eikä yhtiö sen avulla voi vapautua aktiivisesta tiedonantovelvollisuudesta. Usein käy niin, että vasta sidosinformaation kautta sijoittajalle aukeaa varsinainen pörssitiedotteissa julkistettujen katkelmallisten seikkojen merkitys. Yhtiökin voi pyrkiä käyttämään tätä hyväkseen sillä tavoin, että vasta sidosinformaatiossa se julkistaa tiedon yhteydet, jotka markkinoilla ovat ehkä jääneet havaitsematta. Vaikka tällaista muokattua sidosinformaatiota ei ole sääntelyssä erikseen huomioitu, sijoittajalle se voi kuitenkin tuottaa oikeuksia perustellun odotuksen muodossa. Esimerkiksi raakainformaation, jota ei ole yhtiön toimesta juuri jalostettu ja muokattu, perusteella ei mikään osapuoli voi laskea itselleen olennaisia etuja.

Sijoittajan tiedonsaantia voidaan verrata kuluttajan tiedonsaantiin ja kuluttajan reklamaatio-oikeuksiin häiriötilanteissa. Ennen häiriötä kuluttajamarkki-

noilla ostopäätökset tehdään usein impulsiivisesti.¹⁵² Arvopaperimarkkinat ovat erittäin häiriöalttiit ja tiedon yhteys häiriöihin on välitön. Arvopaperimarkkinoilla tieto annetaan yleensä vakaasti harkiten ja kirjallisessa muodossa. Tästä syystä yhtiöiden kirjallisissa pörssitiedotteissa esiintyvien häiriöiden (esimerkiksi ristiriitaisuuksien) toleranssin tulee olla suhteellisen pieni. Sen sijaan *suullisesti annettuihin lausumiin* tulee toleranssia antaa enemmän, koska harkintaan on voitu käyttää tavallista vähemmän aikaa.¹⁵³

Samantyyppiseen erotteluun arvopaperimarkkinoilla on päädytty myös Yhdysvalloissa. Siellä on katsottu, että väärää olennaisuusarviointia, joka on annettu suullisesti lehdistötilaisuudessa odottamattomaan kysymykseen, ei ole pidettävä huolimattomuutena. Jos tieto on annettu kirjallisessa muodossa, sitä voidaan sen sijaan pitää huolimattomana toimintana, koska tällöin yhtiöllä on ollut enemmän aikaa arvioida julkistettavaa tietoa.¹⁵⁴

Tiedotuksen pistekäsitys tarkastelee julkistettavaa seikkaa ja tiedon etenemistä ikään kuin hyppäyksittäin. Pistemäisen käsityksen mukaan tiedon nähdään etenevän pisteestä toiseen, ei janana, prosessina, jatkuvana, johdonmukaisena ja ajantasaisena informaationa, mihin sääntelyllä nimenomaan on pyritty [vrt. listalleottodirektiivin komiteanmietintö luvussa 2.5.5].

Liiketoiminnan tiedotusprosessin alkuvaiheessa ei usein ole vielä mitään valmista tiedotettavaa. Vaikka päätöksiä ei olisi tehty, niin yhtiöllä saattaa silti olla tarvetta signaloida asiaa markkinoille, lausua seikasta jotain, ottaa asia esille, lähentyä sitä. Koska selkokielellisestä suorasta lausumasta voitaisiin helposti tehdä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä, pitäydytään lausumista mieluummin kokonaan, koska yhtiö voi kokea ennenaikaisen tai epävarman tiedonjulkistuksen antavan harhaanjohtavan ja väärän kuvan.

Rahoitusteoriassa on tarkasteltu eri markkinajärjestelmiä, joiden yksinkertaistetusta perusluonteesta voidaan saada yhtymäkohtia siihen, millaisessa prosessissa myös tieto kehittyy. Arvopaperimarkkinat ovat hyvin pelkistetty ja tyylipuhdas esimerkki ”itseään seuraavasta” (self-referential) dynamisesta järjestelmästä. Tällainen järjestelmä on oleellisesti mutkikkaampi kuin perinteinen käsitys dynamisista järjestelmistä. Näiden eroa havainnollistaa kaavio 2.

¹⁵² Wilhelmsson 1990a, 395, erottaa harkitsevan kuluttajan ja impulsiivisen kuluttajan käsitteen.

¹⁵³ Kuluttajamarkkinoilla taas suullisesti annettu reklamaatio lyhentää aikaa vaatimuksen esittämiseksi, ks. *Bärlund*, 300. – Ks. pätemättömyydestä restitutiiona tiedonantohäiriötilanteissa, *Rudanko* 1998, 359–360.

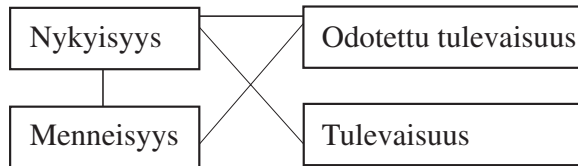
¹⁵⁴ *Steinberg* 2001b, 292.

Kaavio 2. Tavallinen dynaaminen ja itseään seuraava järjestelmä

TAVALLINEN DYNAAMINEN JÄRJESTELMÄ



ITSEÄÄN SEURAAVA (SELF-REFERENTIAL) JÄRJESTELMÄ



Oleellista on tulevaisuuden kehitystä koskevien odotusten vaikutus itse järjestelmän tämänhetkiseen tilaan ja siten toteutuvaan kehitykseen [vrt. myös *Truemanin* sekä *Ekholmin* ja *Pasternackin* tutkimustuloksiin luvussa 4.2.1].¹⁵⁵

Nykyinen tiedonantovelvollisuutta koskeva oikeudellinen ajattelu lähtee siitä käsityksestä, että olisi helposti määriteltävissä se hetki, jolloin tiedonantovelvollinen on saanut asiasta tiedon, joka on julkistettava. Jo muutamalla ajatuksella voi osoittaa, kuinka helposti tieto muovautuu. Tieto on kuitenkin monidimensioista ja sen kehittyminen ajassa tapahtuu eri tavoin. Välillä tiedon saaminen voi kiihtyä, se voi kumuloitua, välillä taas hidastua. Tieto voi joissain tilanteissa muuttua päinvastaiseksi, negatiiviseksi, jolloin tietoa ei saada lainkaan tai jo saadun tiedon merkitys dilutoituu. Tieto voi muuttua sysäyksittäin tai pulverisoitua. Tiedon määrä voi muuttua asymptoottisesti (marginaalilisäys laskeva), jolloin sen arvo voi joko lähentyä nollaa tai toista tietoa yhtymättä siihen kuitenkaan. Vaihtoehtoja on lukematon määrä.

Kun tiedonantovelvollisuus on konkretisoitu vain erityistilanteissa ja kun tieto edellä kuvatulla tavalla helposti muovautuu, huomataan, kuinka tiedotuksen pistekäsitys ei kykene vastaamaan siihen, mitä todellisuudessa tapahtuu. Yhden yhtiön kohdalle ei juuri satu sellaisia tiedonantovelvollisuuden erityistilanteita, joita varten nykyiset selvät tiedotusohjeet ovat olemassa (kuten sulautumisia ja fuusioita varten). On toki luonnollista, että kun esimerkiksi suuria osakesiirtymiä tapahtuu, niistä säädetään tarkasti. Mutta myös tavallisista eteen

¹⁵⁵ *Honkapohja*, 6.

tulevista asioista tulisi olla paljon enemmän tulkintaohjeita kuin nykyään on. Vastaavalla tarkkuudella kuin voidaan purkaa auki esimerkiksi sulautumista koskeva tiedonantovelvollisuus, voidaan yleistämällä kuvata ja purkaa mikä tahansa muukin tiedotustilanne.

Hyvänä esimerkkinä erikseen säädellystä jatkuvaan tiedonantovelvollisuu- teen kuuluvasta pistemäisestä tiedotustilanteesta on yhtiön ilmoitus omien osakkeiden lunastuksesta yhtiöjärjestysmääräyksen nojalla.¹⁵⁶ Sen julkistami- sen sääntely perustuu siihen, että yhtiön osakkeiden lunastus olisi avointa eikä tapahtuisi tarkoituksin hankkia keinotteluluonteista hyötyä. Toiminnan on olta- va avointa siten, että markkinoilla toimivilla on mahdollisuus osallistua kaup- paan, eikä siihen saa sisältyä salaisia sopimuksia, joiden johdosta toiminta johtaa muita harhaan.¹⁵⁷

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuuden näkökulmasta on ollut tarpeen sisäl- lyttää ”ei-julkisuus” kurssimanipulaation tunnusmerkistöön. Arvopaperimark- kinoiden toiminta voimavarojen kohdentamisessa perustuu liikkeeseenlaskijoi- ta ja niiden arvopapereita koskevan tiedon julkisuuteen, jolloin tieto voi heijas- tua asianomaisten arvopaperien markkinahintoihin. Julkisuus on yksi tapa var- mistaa markkinoiden mahdollisimman suuri puolueettomuus ja tehokkuus. Julkisuuden täytyy tällöin liittyä niin liikkeeseenlaskijaan, arvopaperiin kuin itse kaupankäyntitapahtumaankin.¹⁵⁸ Koska kuitenkin on aina olemassa tahoja, joilla yritystoiminnan ja arvopaperikaupan luonteen vuoksi on hallussaan tie- toa, jota ei voida julkistaa vahingoittamatta yrityksen toimintamahdollisuuksia, julkisuusperiaatetta on täydennettävä tietyillä käyttäytymissäännöillä, mikäli arvopaperimarkkinoiden puolueettomuus halutaan taata.¹⁵⁹ Käyttäytymissään- nöistä tässä suhteessa merkittävimmät kieltävät julkistamattoman arvopaperin hintaan vaikuttavan tiedon käytön arvopaperikaupassa.¹⁶⁰ Se, että joku muu ilmoittaa ostavansa ja myyvänsä jotakin arvopaperia tiettyyn hintaan, on myös tällainen arvopaperia koskeva julkinen tieto.¹⁶¹

¹⁵⁶ HAOS A5.39.

¹⁵⁷ HE 293/1994, 24–25.

¹⁵⁸ Liikkeeseenlasku merkitsee arvopaperien tarjoamista yleisölle, mikä menettely on oikeustoi- mena sopimusoikeudellinen tarjous. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus, kuten listalleot- to- tai tarjousesitetä koskevat velvollisuudet sekä tiedonantovelvollisuus muistuttaa KL:n mu- kaista myyjän tiedonantovelvollisuutta. Liikkeeseenlaskijalle on asetettu velvollisuus julkistaa tiedot itse arvopaperista sekä liikkeeseenlaskijan tiedossa olevista arvopaperin hintaan olennai- sesti vaikuttavista tapahtumista ja päätöksistä, ja tämän ajatellaan luovan sijoittajalle mahdolli- suuden omilla ratkaisullaan vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen. Tämä puolestaan edellyttää kaupankäyntitapahtuman julkisuutta eli sellaisten markkinoiden olemassaoloa, jossa kaupan kohteena olevien arvopaperien hinnat ja kaupankäyntimäärät ovat julkisia.

¹⁵⁹ KM 1987:44, 30–32.

¹⁶⁰ Toiseksi, jotta mikään yksittäinen taho ei pystyisi ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä, arvopaperikaupan kohteena olevan arvopaperin ostamisen on oltava riittävän jakautunutta.

¹⁶¹ *Kaisanlahti* 1995, 1304.

Säännön merkityksestä sinänsä ei liene epäilystä. Säännön luomista on ilmeisesti edistänyt yksinkertaisesti se, että tilanne on konkreettisesti tunnistettu. Osakkeiden hankinta voidaan helposti jälkikäteen sekä havaita että verifioida. Osakkeen arvon määrittämiseksi omien osakkeiden lunastuksen mahdollisuus on kuitenkin osittain laskettu osakkeen hintaan jo silloin, kun yhtiökokous on antanut siihen valtuudet. Kaupantekohetkellä osakkeiden lunastuksen ajankohda, hintataso ja osakemäärä ovat enää se informaatio, mikä voi lisätä tiedotettavan asian informaatioarvoa.

Koska sääntö kerran on olemassa, yhtiöt syöttivät aktiivisina takaisinostovuosina pörssin kaupankäyntijärjestelmään kymmeniä, ellei satoja omien osakkeiden ostoja koskevia pistemäisiä tiedotteita. On kysyttävä, onko tällaisen tiedottamisen määrä enää missään suhteessa muuhun tiedottamiseen.

Toiseksi on kysyttävä: kun tällaisia erityissäänneiltyjä tilanteita on jatkuvassa tiedotusvelvollisuudessa tunnistettu parikymmentä, samalla kun yleisten periaatteiden tulkintaohjeita on vain vähän, kuinka paljon liiketoiminnan kehitystä koskevia tiedotteita yhtiöiltä jää julkistamatta sen vuoksi, että päätös tai seikka ei ole helposti tunnistettavissa? Kun omien osakkeiden hankinnasta aiheutuva ei-julkinen kurssimanipulaatio on kielletty, millä tavoin yhtiön on mahdollista ei-julkisin tiedotusmanipulaation keinoin vaikuttaa kurssitasoon?

Pisteiden välillä tapahtuu koko ajan jotain ja yksittäisen tiedon asema muuttuu suhteessa muihin tietoihin. Prosessissa tiedotushetket ovat vain osaksi yhtiön johdon itse päätettävissä, osaksi ne riippuvat muista tekijöistä tai toisista osapuolista. Yhtiö käy jatkuvaa keskustelua verkkojensa kanssa. Tiedotuksellinen kanssakäyminen ulkomailman kanssa on virtaama, jossa tieto elää koko ajan. Tieto ei liiku vain silloin, kun tieto julkistetaan. Potentiaalinen tiedotustilanne on joka päivä, vaikka tiedotustilaisuutta ei olisikaan eikä pörssitiedotetta oltaisi laatimassa. Välillä yhtiön tiedotuskäytävä levenee ja välillä kapenee [ks. kappale 5.1.1 tiedotuskäytävän käsitteestä]. Myös sen sisältämät tiedot liiketoiminnasta saavat eri aikoina eri merkityssisällön.

Tiedon nopeaa, hetkittäistä muutosta on kuvattu vertaamalla sitä ikkunaan.¹⁶² Yksi tiedotusikkuna saattaa aueta vain hetkeksi sulkeutuakseen pian. Avoimen ikkunan sisältämä uusi tieto voi olla ohimenevä mahdollisuus yhdistää se aiempaan tietoon ja hyötyä siitä. Se ei kuitenkaan merkitse sitä, että yhtiön vastuu annetusta tiedosta häviäisi. Tyypillinen ikkunan muutos on neuvottelutilanteessa:

Nokian Renkaat ilmoitti 29.7.1998 että se oli tehnyt esisopimuksen henkilö- ja jakeluautonrenkaiden jakelusta Lukoilin huoltoasemaverkoston kautta Venäjällä. Lukoil on yksi maailman suurimmista yksityisistä öljy-yhtiöistä. Nokia Renkaiden tavoitteena oli etabloitua sikäläisille markkinoille sekä valmistuksessa että jakelussa. Yhtiö ilmoitti jatkavan-

¹⁶² Vrt. ikkuna-käsitettä sisäpiirikaupan aikaikkuna-käsitteeseen, ks. av. 649.

sa selvityksiä tuotannon aloittamisesta myös muiden venäläisyhtiöiden kanssa. Tiedolla oli olennainen vaikutus liiketoimintaan ja osakkeen arvoon. Sopimuksen allekirjoituksen jälkeen asia julkistettiin ja osakkeen hinta nousi pörssissä rajusti.

Runsaan kuukauden kuluttua (11.9.1998) kävi ilmi, että venäläisille esisopimuksen teko ei sinänsä merkinnyt vielä yhteistyön käynnistämistä. Nokian Renkaat laati uuden tiedotteen, jossa yhtiö totesi pysäyttäneensä Venäjälle suunnitellut toimitukset, keskittävänsä myyntinsä länsimaihin ja hyväksyvänsä Venäjän kaupassa maksuvälineeksi vain USA:n dollarin. Venäjän epävakaa tilanteessa ei ongelmana ollut yhtiön asiakkaiden maksukyky, vaan se, ettei valuuttapohjainen maksuliikenne toiminut. Tästä syystä yhtiö oli päättänyt toistaiseksi olla toimittamatta renkaita Venäjälle.¹⁶³ Osakkeen kurssi putosi aiempaa alhaisemmalle tasolle.

Yksi ikkuna aukesi, eikä johto voinut eikä sillä ollut edes syytä pantata tietoa ja odottaa. Johto ei voinut kirjata mahdollista epäilystään riskeistä pörssitiedotteeseen, koska toinen osapuoli olisi saattanut tulkita sen epäluottamuksen osoitukseksi. Se ei myöskään voinut referoida tiedotteeseen reunaehtoja, joiden piti tulla täytetyksi ennen kaupan vahvistumista, koska sellaisia ei Venäjän kehittymättömän lainsäädännön vuoksi ollut. Silloin markkinoita tuntevilla olisi ollut mahdollisuus itse arvioida tällä tavoin tehdyn esisopimuksen pitävyys. Pian ikkuna sulkeutui.

Johdon tehtäviin kuuluu olla perillä markkinakäytännöistä niissä maissa, missä toimii. Vaikka johto toimi em. tilanteessa parhaansa taitonsa mukaan, asian kääntyminen toiseen suuntaan merkitsee raadollisesti vain sitä, että markkinat sisällyttävät johdon toiminnasta mahdollisesti aiheutuvan epävarmuuden osakkeen arvoon. Yksittäistapauksissa siitä ei yhtiölle aiheudu yleensä pitkäaikaista haittaa, mutta toistuessaan johdon takaiskujen vaikutukset ulottuvat kauemmas, ennen kaikkea johtoa kohtaan tunnettuun luottamukseen markkinoilla.

Selvää on, että ensin informaatio tuotti onnistuneesti toimineille myyjille etua ja aiheutti hetkeä myöhemmin väärään aikaan toimineille ostajille vahinkoa. Tämä on arvopaperimarkkinoilla toimivien sijoittajien riski.¹⁶⁴ On myös

¹⁶³ Mielenkiintoinen lisäpiirre jälkimmäisessä tiedotteessa oli, että Lukoil-yhtiötä ei enää mainittu nimeltä, joten sijoittaja ei välttämättä osannut yhdistää asioita toisiinsa.

¹⁶⁴ Taloudellisesta riskiteoriasta ks. *Kanninen – Määttä – Timonen* 1996, 34 ss. – Arvopaperisijoituksiin liittyviä riskejä voidaan ryhmitellä eri tavoin. Tavallisin tapa on jakaa riskit markkina- ja osakeriskin. Markkinariskillä tarkoitetaan osakemarkkinoiden yleisen nousun tai laskun vaikutusta yksittäisen osakkeen kurssiin. Osake- tai yhtiöriskillä puolestaan tarkoitetaan yksittäisen yhtiön osakkeeseen liittyvää riskiä, joka pääasiassa liittyy kyseisen yhtiön menestymiseen, mutta myös osittain kyseisen osakkeen markkinatilanteeseen, ts. siihen, kohdistuuko siihen myynti- tai ostopaineita. *Sillanpää* 1994, 73–74. – Em. riskejä voidaan kutsua myös systemaattiseksi tai ei-systemaattiseksi riskiksi, joista ensin mainitulla tarkoitetaan markkinoiden yleisestä käyttäytymisestä johtuvaa riskiä, jota ei voida välttää hajauttamalla osakesalkun sijoitukset useaan kohteeseen. Ei-systemaattisella riskillä puolestaan tarkoitetaan yksittäiseen osakelajiin liittyvää riskiä, jonka merkitystä voidaan vähentää hajauttamalla sijoitukset useaan kohteeseen, *Levy – Sarnat* 1990, 293.

mahdollista, että tällainen kokemus vaikuttaa johdon tiedotuskäytäntöön siten, että se seuraavalla kerralla on tiedottamisessaan entistä varovaisempi, jos se haluaa varmistua toimiensa lainmukaisuudesta.

Yhtiö joutuu siis jatkuvasti harkitsemaan, millä tavalla se suhtautuu auneeseen ikkunaan. Seuraavassa hetkessä voi aueta toinen ikkuna, mutta tiedotettava seikka on jo toinen tai ainakin toisen muotoinen, myös seurauksiltaan. Aamupäivällä näkymä on yksi, iltapäivällä se voi olla jo toinen. Jos tiedotus ymmärretään prosessina ja jos tiedotteen sisällölle voidaan asettaa laadullisesti suurempia vaatimuksia, voidaan antaa joustoa myös oikean tiedotushetken valinnalle. Siksi oikean kuvan antamiseksi on tiedotettavan asian aika- ja sisältoperspektiiviä (tai tulkinnan perspektiiviä) *de lege ferenda* laajennettava.

Tiedotuksen pistekäsityksen mukaan johto toimi em. tilanteessa oikein. Prosessikäsitteen mukaan johdon toiminta taas asettuu kriittisempään valoon. Johdolla olisi ollut *toisintoimimismahdollisuus*. Tällöin olisi tarkasteltu sitä, oliko johdolla kyky ja tilaisuus toimia toisin esimerkiksi edellä mainituksa Lukoilin tapauksessa.¹⁶⁵

Jos johto olisi laajentanut perspektiiviä ja antanut prosessimallin mukaisen laajemman kuvan, se olisi ehkä verrannut tehtyä sopimusta muiden yhtiöiden Venäjällä tekemiin sopimuksiin ja nähnyt niihin sisältyvät ongelmat ja kertonut myös niistä. Tällöin sijoittajat olisivat voineet heti julkistuksen yhteydessä laskea epävarmuuden tietoon sisään ja osakkeen kurssi olisi voinut käyttäytyä tasaisemmin.¹⁶⁶

Tiedotuksen *pistekäsityksen myötä tiedon olennaisuuden arviointikynnys nousee*. Ollaan sidoksissa yksinomaan yhteen seikkaan. Näkökulma ei kata tiedon yhteyksiä muuhun liiketoimintaan. *Tiedotuksen pistekäsitys sitoo tiedon vain tilanteeseen*, kun tiedon olennaisuus koskee vain yksittäistä julkistettavaa seikkaa. Tiedotuksen käsittäminen pistemäisenä ei vaadi kuvaamaan yhtiön suuntaa ja näkemyksiä ja tätä kautta kertomaan asiasta julkisuuteen.

Pistekäsityksen mukaan tiedonantovelvollisuus syntyy, kun yhtiö tekee päätöksen tai sen tietoon tulee seikka, jolla voi olla olennainen vaikutus osakkeen arvoon. Tällä perusteella olisi siten määriteltävissä tiedonantovelvollisuuden syntyajankohta. Jonkinlaisen liukumaan viittaa kuitenkin se, että tieto on jul-

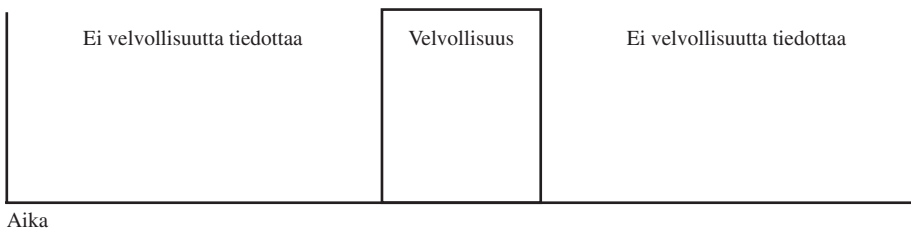
¹⁶⁵ Normatiivisen syyllisyysajatuksen kannalta syyllisyys on ennen muuta moitittavuutta. Moitteen edellytyksenä taas on, että tekijä olisi voinut toimia toisin. Jos tekijältä puuttuu valinnan tai toiminnan vapaus, ei häntä voi moittia. Jos taas tekijän mahdollisuudet toimia toisin kuin hän toimi, olivat jostain syystä heikentyneet, on tämä otettava syyllisyysarvostelussa lieventävänä seikkana huomioon. Usein on niin, että vaikka olisi kyky toimia toisin, ei siihen ole mahdollisuutta. Toisintoimimismahdollisuudesta *Lappi-Seppälä*, 381.

¹⁶⁶ Pörssikurssin kehittymisen kuvaaminen oikeassa skaalassa on samantyyppinen asia: Jos kurssi näytetään akselistossa, joka alkaa nolasta, se antaa täysin erilaisen, tasaisemman kokonaisvaikutelman esim. kolmen vuoden jaksolla kuin jos sama kurssikehitys rajataan yhdelle viikolle siten, että akselisto kuvaa vain viime ajan kehitystä, jolloin käyrä voi olla kuin kuumekäyrä, heittelehtiä ylös ja alas.

kistettava ilman aiheetonta viivytystä. Tällä perusteella voidaan sanoa, että tiedosta tiedetään jo paljon ennen päätöksen syntymistä. Tiedosta tiedetään vielä enemmän sen jälkeen, kun asiasta on tiedotettu sitä mukaa kun yhtiön hankkeet etenevät.

Tiedonantovelvollisuuden kahden käsityksen syntymiseen ovat keskeisesti vaikuttaneet sopimusoikeuden vastaavat käsitykset. Pistekäsityksessä voidaan ajatella olevan osoitettavissa jokin hetki, jolloin velvollisuus tiedottaa alkaa ja päättyy. Se voidaan kaaviona esittää samoin kuin *Pöyhönen* esitti sen sopimuksen pistekäsityksessä.¹⁶⁷

Kaavio 3. Pistekäsitys tiedonantovelvollisuudesta



Se, onko edes havaittu velvollisuus kiistaton, on kyseenalaista, koska AML on puitelaki, joka säättää vain periaatteen voimassaolosta. Pörssin ohjeissa on säädetty erityistilanteet, joissa tiedonantovelvollisuus on kiistaton.

Tiedonantovelvollisuuden pistekäsitystä voidaan luonnehtia seuraavin tunnusmerkein:

- a) *Irrallisuus*. Yhtiö voi asiallisesti eriyttää tiedonannon sen yhteyksistä muihin liiketoimintakokonaisuuden tietoihin. Se on oikeudellisesti itsenäisesti tarkasteltavissa.
- b) *Yhtiön tulkintaoikeus*. Tiedote ei sido yhtiötä muuhun kuin siihen, mitä se on julkistanut, ja yhtiöllä itsellä on käytännössä jälkikäteinen mahdollisuus tulkita sen sisältöä ja tarkoitusta haluamallaan tavalla.
- c) *Muotovapaus*. Yhtiö itse muotoilee tiedotteen, eikä sen tarvitse ottaa huomioon muita markkinaosapuolia. Ainoa vaatimus on, että tiedote ei saa olla harhaanjohtava tai totuudenvastainen.
- d) *Kertaluontoisuus*. Tiedote on kertaluontoinen, ja yhtiö voi milloin tahansa muuttaa sen sisältämää sanomaa liiketoimintaa vastaavalla tavalla.
- e) *Olennaisuuden arvioi yhtiö*. Tiedon olennaisuuden suhteessa muihin julkis-

¹⁶⁷ *Pöyhönen* 1988, 212.

tettuihin tietoihin arvioi yhtiö, ellei olennaisuuden rajoja ole erityistilanteita koskevissa määräyksissä nimenomaisesti mainittu ja ellei ole pörssi erikseen vaatinut yhtiötä kommentoimaan tietoa.

- f) *Tiedonannon ajallinen sitomattomuus.* Tiedotteen oikeudellisen sitovuuden katsotaan raukeavan, kun sen sisältö on vaikuttanut arvopaperin arvoon.

Tiedonantovelvollisuuden arvioinnissa johto tarkastelee tiedotettavaa asiaa edellä mainittujen pistekäsityksen piirteiden kautta. Kaikki kohdat viimeistä lukuunottamatta korostavat yhtiön omaa harkintaa ja vapautta toimia. Ulkopuolisen on perin vaikea kyseenalaistaa yhtiön tulkintoja. Kun tiedonantovelvollisuuden tunnusmerkistö on niukka [vrt. luku 5], voi yhtiö jättää tiedon pistekäsityksen perusteella usein tiedottamatta ja samalla käytännössä unohtaa lain taustalla olevat periaatteelliset näkökohdat. Pistekäsitys jättää liian paljon tilaa ja mahdollisuuksia opportunistiselle käyttäytymiselle. Lain taustalla olevien tavoitteiden ja tiedonantovelvollisuuden toteuttamisperiaatteen täyttäminen taas edellyttää siirtymistä tiedonantovelvollisuuden prosessikäsitykseen.

Liiketoiminnan moninaisuus ja edellä esitetyt tutkimustulokset johdon tiedottamiskäyttäytymisen eroista vaikuttavat siihen, että eri yhtiöt tulkitsevat tiedonantovelvollisuutta väistämättä eri tavoin. Tulkinnat ovat erilaisia myös eri toimialoilla. Pahinta on, että pistekäsitys voi johtaa samankin yhtiön kohdalla normiston erilaiseen tulkintaan tilanteen mukaan. Tämä ristiriitainen normitul- kinta eri yhtiöiden välillä vinouttaa oikeudenkäyttöä ja on este tasapuolisuuden toteutumiselle. Tämän vuoksi sijoittajan on vaikea ennakoida yhtiön tiedotta- miskäytäntöä. Periaatteiden ja lain tavoitteiden mukaanottaminen tiedonanto- velvollisuuden arviointiin tekee mahdolliseksi laventaa lain tulkintaa.

3.2 PISTEKÄSITYKSEN LISÄONGELMA: OLENNAISUUS TIEDOTTEEN STATUKSEN MUUTTUJANA

Yksi keskeinen seikka kytkeytyy laissa tiedon olennaisuuteen: tietojen on kuljettava pörssin kautta eli tiedote on toimitettava kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi. Tällä pyritään siihen, että kaupankäynnin järjestäjä voi seurata osakkeen hinnanmuodos- tuksen aitoutta ja että hinnanmuodostus perustuu markkinoilla olevaan tietoon. Säännös laadittiin aikana, jolloin pörssi oli ensisijainen tiedonvälityskanava kaikille kauppaa käyville osapuolille. Aiemmin (ja vielä silloin kun lakia laadi- tiin) kaupankäynti tapahtui fyysisestikin pörssissä. Siksi oli ymmärrettävää, että tieto toimitettiin sinne, missä kaupankäyntikin tapahtui. Nykyisin tilanne on toi- nen. Kaupankäynti on hajautunut pankkien ja pankkiiriliikkeiden dealing-huonei- siin eri puolille maailmaa. Pörssi ei ole enää ainoa merkityksellinen kanava, jota kautta tieto kaupankävijöille ja markkinoita seuraaville henkilöille ohjautuu.

Pörssin sääntöjen 5.12 mukaan ”mikäli pörssiyhtiö antaa muun kuin tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon, jota ei ole pidettävä vähämerkityksellisenä¹⁶⁸, tieto on samanaikaisesti annettava pörssille”. Säännön tarkoituksena on ollut vain turvata pörssin oma tiedonsaanti kaikissa tilanteissa. Käytännössä tämä on kuitenkin johtanut siihen, että yhtiö saattaa käyttää säännöstä hyväkseen ja olla antamatta tietoja *pörssitiedote-statuksella* ja käyttää sen sijaan lehdistötiedote (tai pelkkä tiedote) -statusta.

Pörssitiedotteen statuksella on tärkeä merkitys: Jos huomattava osa yhtiökohtaisesta tiedosta ohjautuu pörssin järjestelmään tavallisina tiedotteina, se merkitsee, että kaupankäynnin järjestäjä ei kykene enää seuraamaan hinnanmuodostuksen perustumista olennaiseen tietoon, koska olennaisia tietoja eivät välttämättä ole vain pörssin kautta kulkevat pörssitiedotteet, vaan kaikki muutkin tiedotteet, joita yhtiöt julkistavat [ks. eri tiedottamismuotojen tuomista oikeuksista ja velvollisuuksista taulukkoa, luku 3.1].

Kun tieto julkistetaan pörssitiedotteena, sitä voidaan aina pitää olennaisena. 90-luvulla jotkut pienet teknologiayhtiöt käyttivät tämän vuoksi pörssiä jopa markkinointikanavanaan, jolloin pieniäkin asioita koskevat pörssitiedotteet saivat merkitykseensä nähden liikaa huomiota [ks. tarkemmin myös Jippii-esimerkkiä, luku 5.4.2]. Pörssitiedote-statuksen kytkeytyminen olennaisuusaspektiin voi kuitenkin johtaa myös täysin päinvastaiseen hyväksikäyttöön: yhtiö voi käyttää tätä hyväkseen siten, että se pyrkii julkistamaan tietoja mahdollisimman vähän varsinaisina pörssitiedotteina.

Julkistamalla pörssitiedotteen yhtiö ottaa samalla kantaa tiedon merkittävyyteen. Yhtiö, joka pyrkii tietoisesti julkistamaan mahdollisimman vähän pörssitiedotteita, voi näin välttää ottamasta kantaa siihen, mikä on sen kannalta olennaista. Mitä vähemmän tietoja julkistetaan pörssitiedotteina, sitä laajempi olennaisten tietojen tulkintavapaus yhtiöllä on ja toisaalta sitä vähemmän muilla markkinaosapuolilla voi olla oikeudellisia edellytyksiä vaatia tietojen julkistamista. Näin yhtiö voi julkistaa pistekäsityksen mukaan vain pörssin vaatimat yksittäiset seikat, mutta paljossa muussa se voi pyrkiä säilyttämään päätösvalan itsellään. Näin yhtiö ei pörssitiedote-statuksella kahlitse liikaa itseään. Tällaista yhtiön tiedotuspolitiikan muutosta pörssin on äärimmäisen vaikea havaita ja puuttua siihen.

Mitä kauemmin yhtiö noudattaa edellä mainitulla tavalla omaksumaansa niukentuvaa tiedottamista, sitä vähemmän pörssillääkään on perusteita ja edellytyksiä vaatia yhtiötä korjaamaan politiikkaansa avoimemmaksi. Näin yhtiö

¹⁶⁸ Vähämerkityksellisenä tietona voidaan pörssiyhtiön kohdalla pitää esimerkiksi keski johdon nimitysuutisia ja yksittäisiä tuotetietoja, ellei yhtiön liikeideana ole toimia vain kyseisen tuotteen valmistajana. Vähämerkityksellisen tiedon tulkinnassa voi viitata transaktiokustannusten huomioonottamiseen silloin kun on kysymys siitä, ettei ole tarkoitus mennä ”pikkumaisuuksiin”. Ks. Kanninen – Määttä – Timonen, 29.

nousee valvojaansa nähden vahvempaan asemaan. Se voi viitata jo kauan noudattamaansa tiedotuspolitiikkaan, joka täyttää kyllä minimin, mutta tulkin-
nanvaraisissa tilanteissa jättää yhtiölle täyden harkintavallan. Yhtiö voi myös
yksittäistapauksessa viitata siihen, että seikka ei ole olennainen, jos yhtiön
pääasiallista tiedotuspolitiikkaa tai yhtiön strategiaa ei ole edes julkistettu.
Tällöin kukaan ei voi yhtiön kokonaisuutta vasten tietää, onko tieto olennainen
vai ei. Siten *mitä vähemmän yhtiö tiedottaa pörssitiedotteina, sitä vähemmän
sen tarvitsee tulevaisuudessakaan tiedottaa*, kunhan se riittävällä tavalla on
huolehtinut tietojen vertailukelpoisuudesta. Tämä sallii yhtiölle mahdollisuu-
den opportunistisen toimintaan. Toisaalta mitä enemmän yhtiö tiedottaa tieto-
jaan pörssitiedotteina, sitä enemmän se sitoo olennaisuustulkintaansa pörssin
valvontaan kaventaen samalla omaa toimintavapauttaan.

Näin yhtiö käytännössä siirtää tulkintaoikeuden tiedon olennaisuudesta vähi-
tellen itselleen. Kun tulkintaoikeus on yhtiöllä, markkina ei pääse kritisemaan
yhtiötä siitä, että yhtiö ei julkista tiettyä tietoa. Tällaiseen toimintaan on valvo-
vien viranomaisten vaikea puuttua osittain siksi, että julkistamattomat tiedot
jäävät havaitsematta ja verifioimatta. Puuttumista vaikeuttaa myös se, että tällä
tavoin toimivat yhtiöt saattavat muutoin näyttää toimivan nuhteettomasti, avoi-
mesti ja luottamusta herättävästi. On myös ilmeistä, että mitä suurempi yhtiö
on, sitä vaikeampi valvontaviranomaisen on puuttua asiaan, jos yhtiö ei valvo-
jan kehotusta halua noudattaa.

Helsingin Sanomien mukaan Soneran turvallisuusyksikkö tutki yhtiön
kymmenien työntekijöiden puhelinyhteyksiä syksystä 2000 kevääseen
2001 asti. Tutkimuksen tarkoitus oli lehden mukaan selvittää, keneltä
toimittajat saivat aineistoa juttuihin, joissa kerrottiin ristiriidoista Sone-
ran johdossa.¹⁶⁹ Viestintävirasto pyysi selvitystä Soneralta mahdollisten
teletunnistetietojen käytöstä. Keskusrikospoliisi käynnisti asiasta esitut-
kinnan, minkä jälkeen Soneran yritysturvallisuudesta vastannut johtaja
siirrettiin väliaikaisesti uusiin tehtäviin. Soneran toimitusjohtajan mu-
kaan väitetyille väärinkäytöksille ei ole löytynyt perusteita. Tämän jäl-
keen yritysturvallisuusjohtaja ja saman yksikön toinen johtaja vangittiin
epäiltynä törkeästä viestintäsalaisuuden loukkauksesta.

Sonera ei prosessin aikana julkistanut *pörssitiedotetta* siitä, että poliisi
tutkii, selvittelikö yhtiö teletunnistetietoja. Yhtiön edustajan mukaan
pörssitiedottaa pitää silloin, kun yhtiö on osapuoli oikeudenkäynnissä.
Sonera ei yhtiön näkemyksen mukaan ollut osapuoli. Yhtiö ei myöskään
katsonut, että tiedossa olisi mitään sellaista, mikä vaikuttaisi kielteisesti
osakkeen arvoon. Sen sijaan Sonera julkisti 11.10.2002 *lehistötiedot-*
teen. Asiasta noussut julkinen kohu oli ilman muuta niin laajaa, että
yhtiön olisi tullut julkistaa asiasta *pörssitiedote*.

¹⁶⁹ Helsingin Sanomat 11.10.2002: Sonera etsi tiedon vuotajia salaisten operaatioiden avulla.

Yhtiöt eivät käytä tilannetta useinkaan hyväkseen em. esimerkissä kuvatulla näkyvällä tavalla, vaan tulkintaoikeus voidaan siirtää hyvin pitkän ajan kuluessa. Ainoa tapa puuttua tähän olisi se, että valvontaa ulotettaisiin yhä enemmän *valvonnan katvealueille*, esimerkiksi tuote- ja asiakastiedottamisen puolelle, missä olennaista tietoa saattaa liikkua.

Kun tarkastellaan tällaista kehitystä ja siihen johtaneita olosuhteita, voidaan todeta, että teoriassa sääntely mahdollistaa valvojalle puuttua yhtiön tiedon olennaisuusarviointiin huolimatta siitä, mihin yhtiö pyrkii tiedotuskeinojen valinnallaan. Tähän on mahdollisuus pörssillä pörssin sääntöjen ja sen yhtiön kanssa listautumisen yhteydessä solmiman sopimuksen pohjalta. Lisäksi Ratalalla on oikeus antaa määräyksiä rahoitustarkastuslain perusteella. Valvonnan sääntelylähteet ovat siis muodollisesti kunnossa. Käytännössä puuttuminen on kuitenkin ainakin nykyisten resurssien puitteissa erittäin työlästä ja vaikeaa. Pelkkä valvojan kehoitus lisätiedon antamiseen ei tunnu olevan riittävän voimakas tehoste tiedottamisen laadun tai määrän parantamiseksi. Pörssi sen enempää kuin Ratakaan eivät ainakaan nykyisin kykene seuraamaan yhtiöiden liiketoimintaa ja sen markkinalogiikkaa ja sitä koskevaa tiedottamista kokonaisuutena AML:n tavoitteiden toteuttamiseksi. Se edellyttäisi, että valvoja itse suorittaisi jatkuvaa arviointia yhtiöistä saatavan tiedon ja sitä vastaavan arvon määrittämiseksi markkinoilla eikä se tunnu kuuluvan varsinaisesti valvojan tehtäviinkään.

Joissakin tilanteissa yhtiöllä pitää kuitenkin olla mahdollisuus vaikuttaa sitä koskevan tiedon olennaisuusrajan muuttamiseen. Vaikka markkinat olisivat tottuneet siihen, että esimerkiksi tietyn suuruiset kaupat aina julkistetaan erikseen, jos kauppojen määrä lisääntyy, pitää yhtiöllä olla oikeus nostaa julkistettavan kaupan suuruusrajaa. *Tiedotuspolitiikan muuttamisesta olisi kuitenkin paikallaan ilmoittaa markkinoille nimenomaisesti*. Näin yhtiö voi hakea tasapainon toiminnan tarkoituksenmukaisuuden ja tiedon olennaisuuden näkökulmasta. Kriteereinä voivat tällöin olla toiminnan kohtuullinen ennustettavuus ja koko yhtiön tiedotusjärjestelmän toimiminen samansuuntaisesti.

Kone Oyj otsikoi tiedotteensa 16.6.2003: ”KONEelle suuria tilauksia Intiasta ja Etelä-Afrikasta.” Intiaan saatu tilaus oli tiedotteen mukaan suurin koskaan Intiassa tehty hissi- tai liukuporrastilaus, jonka toimitukset ulottuvat aina alkuvuoteen 2005 saakka. Tiedotteen viimeisessä kappaleessa yhtiö ilmoitti lyhyesti: ”KONE tiedottaa jatkossa *lehdistötiedotteilla* merkittävistä tilauksista, mikäli kilpailutilanne ei tätä estä.” [kursivointi tässä]

Kone on jakanut tiedotteensa verkkosivuillaan kahteen osaan, pörssitiedotteisiin ja lehdistötiedotteisiin. Edellä referoitu yhtiön tiedote oli julkistettu, ei pörssitiedotteiden, vaan lehdistötiedotteiden joukossa. Näin ollen sijoittaja, joka hakee yhtiötä koskevaa tietoa vain pörssitiedotteista, ei saanut edes tietää tiedotuspolitiikkaa koskevaa olennaisuusarvioinnin muutosta. Yhtiö ei myöskään tarkemmin selvittänyt, onko

eroa merkittävällä ja olennaisella tilausta koskevalla tiedolla. Kun yhtiön tiedottamiskäytäntöä tarkasteltiin pörssi- ja lehdistötiedotteiden sisällön erojen pohjalta vähän 16.6. tapahtuneen tiedotuspolitiikan muutoksen jälkeen, voitiin havaita, että pörssitiedotteina julkistettiin lähinnä konsernia koskevia, omistuspohjaan, yhtiökokoukseen, hallintoon sekä tuloinformaatioon liittyviä tiedotteita, kun taas lehdistötiedotteisiin oli siirtynyt kaikki liiketoimintayksiköitä koskeva tiedottaminen.

Vaikka Kone ilmoitti tiedotuspolitiikan muuttamisesta, se ei julkistanut asiaa nimenomaisena pörssitiedotteena, vaan muun tiedon yhteydessä, viimeisessä kappaleessa. Lisäksi, jos yhtiön tilauskanta merkittävästi muuttuu, on yhtiön siitä huolimatta pidettävä huoli siitä, että markkinoilla on riittävät tiedot osakkeen arvon arvioimiseksi. Pörssi- ja lehdistötiedotteiden jakoa edellä havaitulla tavalla konserni- ja liiketoimintayksiköitä koskeviin tietoihin ei voida yleisesti pitää hyväksyttävänä. Joidenkin yhtiöiden kohdalla se voi ollakin puolustettavissa, jos konsernin toiminta jakautuu useisiin, todelliselta merkitykseltään pieniin yksiköihin. Sen sijaan suurten yksiköiden kohdalla usein yksikölle olennainen tieto on olennainen myös koko konsernin kannalta [vrt. systeemi- ja laatuarviointia koskevat kappaleet, 5.2.1 ja 5.2.3].

Jos valtaosa tiedotteista alkaa kulkeutua pörssin järjestelmän ohi, ei ainoastaan ao. yhtiön kohdalla olennaisuuskynnys nouse, vaan myös sijoittajansuoja alkaa kärsiä, koska markkinaosapuolet ja pörssin markkinavalvontakaan eivät osaa enää arvioida, mikä tieto on olennaista ja mikä ei, ja ovatko yhtiön julkistamat tiedot olennaisia vai eivät.

Tiedotteen statuksesta riippumatta on yhtiön julkistaman tiedon oikeudellinen sitovuus yhtä pitävä. Tiedotteen statuksen kautta olennaisuuden vapausasetta lisätessään yhtiö kuitenkin samalla lisää (pelkkänä tiedotteena) julkistamansa tiedon riskiä. Kun laki edellyttää, että olennaiset tiedot on julkistettava pörssin kautta, on kyseenalaista, voiko yhtiö, joka julkistaa tiedon muuna kuin pörssitiedotteena, katsoa julkistaneensa sitä lainkaan. Näin yhtiö ei voisi saada oikeudellista suojaa valitsemalleen tiedotustavalle. Siten jos yhtiö on julkistanut tiedon muuna kuin pörssitiedotteena, on sijoittajalla tähänkin tietoon perusteltu odotus ja sitä vastaava oikeus [tarkemmin näiden oikeuksien ja velvollisuuksien taustasta, ks. osassa V].

Yhtiö, jonka osakkeita noteerataan Suomen lisäksi myös Yhdysvalloissa¹⁷⁰, joutuu ottamaan huomioon jälkimmäisen maan tietojen julkistamisvaatimukset, jotka ovat osaltaan tarkemmat, vaikka eivät kuitenkaan sisällä samaa ajankohtaisvaatimusta kuin Euroopassa. Jos Yhdysvalloissa yhtiö joutuu ilmoittamaan laajat ja yksityiskohtaiset tiedot toiminnastaan joutumatta siellä erottelemaan olennaisia tietoja epäolennaisista, ja Suomessa vain olennaiset asiat, niin molempien maiden sääntöjen nou-

¹⁷⁰ Tällaisia ovat esimerkiksi Nokia, Metso, TeliaSonera, StoraEnso ja UPM-Kymmene.

dattaminen johtaa hankalaan tilanteeseen, kun yhtiö joutuu laajasta tietojen joukosta osoittamaan oman näkemyksensä mukaiset olennaiset tiedot. Näin yhdysvaltalaiset sijoittajat pääsisivät parempaan asemaan kuin suomalaiset, jotka eivät saa arkistoitua tietoa Suomessa pörssin kautta. Ao. yhtiön internetsivuilla tieto on useimmiten kyllä saatavissa.

Yhdysvalloissa Reg FD¹⁷¹ antaa yhtiölle mahdollisuuden päättää julkistamistavasta. Yhtiö voi joko ilmoittaa tiedon tai antaa siitä raportin (Form 8-K) SEC:lle¹⁷². Yhtiö voi myös antaa lehdistötiedotteen, järjestää lehdistökonferenssin, seminaarin tai puhelinkonferenssin, johon yleisö voi osallistua. Liikkeeseenlaskijan tulee kuitenkin varmistua siitä, että julkistustavat ovat riittävän laajat ja tehokkaat ao. yhtiön tapauksessa. Niinpä yhtiö ei voi esimerkiksi luottaa vain lehdistötiedotteeseen, mikäli sen tiedotteita ei yleensä ole raportoitu sähköisissä palvelukanavissa. Myöskään yhtiön omia internetsivuja ei voi pitää ainoana levityskanavana. Tiedon julkistustapoja arvioidessaan SEC ottaa huomioon myös sen, jos yhtiö on *poikennut* normaalista tiedotuskäytännöstään.

SEC:n suosittelema julkistusmalli on seuraava: 1) Lehdistötiedote normaaleja kanavia käyttäen; 2) Kutsu puhelinkonferenssiin sekä ohje osallistumisesta; 3) Puhelinkonferenssi tulee toteuttaa avoimesti niin, että kaikki voivat sitä kuunnella (vaikka ei välttämättä esittää kysymyksiä); 4) Puhelinkonferenssin nauhoitus tulisi olla kuunneltavissa jonkin aikaa tilaisuuden jälkeen. Kyse on suosituksesta, jota yhtiö voi soveltaa omaan tilanteeseensa.¹⁷³

3.3 TIEDOTUKSEN PROSESSIKÄSITYS JA PASSIIVINEN TIEDONMUODOSTUS

Tiedotuksen prosessikäsitys sisältää paitsi aktiivisen tiedottamisen myös passiivisen tiedonmuodostuksen. Se muodostuu *sekä* pistemäisistä, katkelmallisista tilanteista *että* jatkuvasta tiedottamisesta osapuolten ajan tasalla pitämiseksi. Prosessikäsitksen ja pistekäsitksen keskeinen ero koskee tiedottamisen vapaan valinnan ja tulkinnan kenttää, jolla ohjataan odotuksia aktiivisen pörssitiedottamisen väliaikoina. Siinä kannetaan huolta sijoittajien kyvystä muodostaa käsitys yhtiöstä. Kun informaatiotilanne muuttuu, muuttuvat myös markkinaosapuolten vastuut suhteessa toisiinsa ja markkinoihin. Tiedotuksen prosessikäsitys on ajatus, jonka mukaan yhtiölle syntyy vastuu myös silloin, kun kyseessä ei ole päätös tai yksi yksittäinen seikka, jolla voi olla olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.

¹⁷¹ Reg FD, Regulation FD (Fair Disclosure), Selective Disclosure and Insider Trading, Securities Exchange Act Release No. 43154 (2000). Säännöksen perussisältö kuuluu: "When an issuer, or person acting on its behalf, disclosures material nonpublic information to [selective] persons --, it must make public disclosure of that information." Tavoitteista ja sisällöstä lähemmin, *Steinberg* 2001b, 288 ss.

¹⁷² Securities and Exchange Commission, SEC.

¹⁷³ *Steinberg* 2001b, 293.

Pistemäinen tiedottaminen keskittyy tiedotustapahtumiin (pörssitiedote). Tiedottamisen väliaikoja voidaan AML:n nykytulkinnan näkökulmasta sanoa ajaksi, jolloin ei tiedoteta. Kun tiedottaminen laajasti käsitettynä on kuitenkin jatkuvaa, jopa on-line -tiedottamista ja kun suurten julkistusten merkitys on sen vuoksi vähentynyt, on kartoitettava sellaista tiedonmuodostusta, joka toteutuu yhtiön aktiivisen pörssitiedottamisen näkökulmasta passiivisesti. Se muodostaa eräänlaisen *pistemäisen tiedottamisen jatkuvasti muuttuvan taustan*, jonka vuoksi yhtiön kuvan kokonaisuus näyttäytyy taustastaan johtuen erilaisena.¹⁷⁴

Pistemäisessä tiedotusvastuussa yhtiön julkistaman tiedon oikeusvaikutuksen syntymisajankohta on määritettävissä, se alkaa jonain hetkenä ja päättyy tiedon julkistukseen. Prosessinomainen tiedotusvelvollisuus sen sijaan on jatkuvaa, se ei ala eikä pääty osoitettavissa olevina hetkinä. Jatkuva tiedonantovelvollisuus ei huomioi tiedottamisen väliaikoja, jolloin *tiedonmuodostus toteutuu passiivisena*. Tiedottaminen on oikeudellisesti ymmärretty jatkuvaksi *velvollisuudeksi*, mutta ei jatkuvaksi on-line -tiedottamiseksi. Vaikka yhtiön vastuu on jatkuva, valvonta kohdistuu vain pistemäisiin, katkelmallisiin ja helpommin verifioitaviin hetkiin. Velvollisuuden jatkuvuus merkitsee kuitenkin enemmän kuin katkelmallista toimintaa. Passiivinen tiedonmuodostus on pistemäisten pörssitiedotustapahtumien välimaastoa, jolloin tapahtuu myös muuta yhtiötä koskevan tiedon levittämistä.

Passiivinen tiedonmuodostus on pistemäisen tiedottamisen *rinnakkaistointi*. Aktiivisen tiedottamisen lisäksi yhtiön on huomioitava myös tiedon muodostuminen ilman yhtiön pörssitiedottamiselle asetettuja menettelytapoja. Tätä kutsun *passiiviseksi tiedonmuodostukseksi, jossa ei välttämättä ole yksittäistä, olennaista, osakkeen arvoon vaikuttavaa seikkaa eikä sitä koskevaa pörssitiedotetta, jota tarkastella tai valvoa*. On kuitenkin tietoa, joka vaikuttaa sijoittajan päätteeseen yhtiön toiminnasta. Yhtiön on jatkuvasti tiedotustilanteissaan harkittava sekä tiedottamisen pistemäinen että muu prosessinomainen puoli. Osasta asioita yhtiö tiedottaa aktiivisesti AML:n perusteella, osasta passiivisesti ja epäsuorasti esimerkiksi tiedotteiden rivien välistä, käyttäytymisellään tai lehtihaastattelujen, tuotetiedottamisen ja muun näkyvyyden kautta.

¹⁷⁴ Myös Astola, 99, käyttää käsitettä passiivinen tiedonantovelvollisuus, jolla hän tarkoittaa velvollisuutta ylläpitää tiettyjä osakkeenomistajia koskevia rekistereitä, jotka palvelevat niin ensi- kuin jälkimarkkinointakin. Vaikka Astola tarkoittaakin passiivisuudella eri asiaa kuin tämä tutkimus, hän toteaa rekisterinpidon tärkeimpänä tarkoituksena olevan markkinoiden transparenssin eli ”läpinäkyvyyden” ja siten luottamuksen lisäämisen markkinoiden toimintaan.

3.3.1 Vertailu sopimuksen prosessikäsitukseen

Tiedotuksen prosessikäsityksellä on läheinen yhteys sopimuksen prosessikäsitukseen. Molemmille on ominaista asteittainen muotoutuvuus ja muuttuvuus. Samalla tavalla kuin eri tekijät vaikuttavat sopimusvastuun vaiheittaiseen syntyyn, samalla tavalla voi ajatella tapahtuvan tiedonantovelvollisuuden syntymisenkin kohdalla.¹⁷⁵

Sopimuksen prosessikäsitukseen nähden tiedonantovelvollisuuden prosessikäsityksellä on kuitenkin selvä ero: kun sopimuksen prosessikäsityksessä eri tekijät saattavat pala palalta vastuun lakkaamaan lopullisesti, tiedotuksen prosessikäsityksessä tiedonantovelvollisuudessa vastuu tiedosta siirtyy ajallisesti ja absorboituu asiallisesti toiseen tietoon joko heikentäen, jatkaen tai vahvistaen tiedonantovelvollisuutta. *Käsitteellisesti siis tiedonantovelvollisuus voidaan katsoa täytetyn aina vain osittain.* Oikeudellisesti tiedonantovelvollisuutta on tämän vuoksi tarkasteltava samanaikaisesti useiden ulottuvuuksien kautta, jotta päästäisiin selville siitä, milloin tiedonantovelvollisuus on täytetty. Tietoa on tarkasteltava aina osana jatkumoa ja siihen sisältyvä velvollisuus muuttuu ajan mukana.

Tässä tiedonantovelvollisuuden prosessikäsitys yhtyy jälleen sopimuksen vastaavaan käsitteeseen. Tiedonantovelvollisuudessaakin huomio kiinnitetään osapuolten väliseen jatkuvaan, velvollisuuttakin muuttavaan vuorovaikutukseen (vastaavasti kuin sopimuskumppaneidenkin välillä).¹⁷⁶ Prosessikäsitys ei siis ole vastakkainen pistekäsityselle, vaan tuo siihen lisäulottuvuuksia, jota vasten tiedonantovelvollisuuden toteutumista tarkastellaan.

Prosessikäsituksen oikeudellinen ulottuvuustarkastelu ei edellytä, että kaikkien ulottuvuuksien tulisi olla voimassa, ennen kuin tiedonantovelvollisuus olisi täytetty. Näin ollen riittää esimerkiksi, että tiedonantovelvollisuutta olisi rikottu silloin, kun yhtiö ei ole huolehtinut luotettavan ja riittävän ajantasaisen informaation tuottamisen edellytyksistä; tai toisaalta tiedonantovelvollisuutta olisi rikottu, jos tiedonjulkistuksen jälkeen markkinaosapuolten vuorovaikutuksessa kehittyvä tieto antaa väärän ja harhaanjohtavan kuvan yhtiöstä ja sitä kautta vääristää olennaisesti arvopaperin arvoa.¹⁷⁷

Prosessikäsituksen ulottuvuudet voivat saada kuitenkin myös tukea toinen toisistaan. Näin ollen moitittavuus olisi sitä suurempaa, mitä useampaa ulottuvuutta olisi rikottu. Tässä mielessä tiedonantovelvollisuuden prosessikäsitys tulee lähelle sopimuskäsituksen vastaavaa, jossa yhden vastuelementin käsiläolo ei ole itsenäinen argumentti toisen käsilläololle.¹⁷⁸

¹⁷⁵ Pöyhönen 1988, 215.

¹⁷⁶ Ibid.

¹⁷⁷ Tämän arviointi on lähtökohtaisesti pörssin tehtävä jo nykyisinkin.

¹⁷⁸ Pöyhönen 1988, 218.

Velvollisuuselementit yhdistyvät eri tavoin piste- ja prosessikäsitteiden välillä. Pistekäsityksessä tiedonannon olennaisuus on riippuvainen ajallisesta yhteydestään. Näin ollen on helppo ymmärtää, että uusi tiedonanto korvaa vanhan, jos yhteys on vain ajallinen. Samalla tavalla myös sopimuksen pistekäsityksessä on (helpommin) mahdollista katsoa uuden sopimusasiakirjan tulevan vanhan sijaan.¹⁷⁹ Tiedotuksen prosessikäsitteessä taas uusi tieto voi korvata vanhan ainoastaan silloin, kun kyse on yhtiön kirjanpidollisista tiedoista, mutta ei yleensä muutoin. Esimerkiksi tieto uudesta kaupasta tai tuoteinnovaatiosta ei korvaa aiemmin annettua tietoa, vaan voi päinvastoin joko vahvistaa, jatkaa tai heikentää sitä.

Sopimusoikeudessa passiviteettitilanteet ovat nähtävissä sekä sopimuksen tahtomallissa että luottamusmallissa. Tahtomallissa passiviteettia on luonteavaa pitää tahdonilmaisuna, tarkemmin sanoen hiljaisena tahdonilmaisuna.¹⁸⁰ Passiviteettia pidetään yhtenä todisteena muiden joukossa siitä, että passiivisella henkilöllä on ollut tietty tahdonsuunta.¹⁸¹ Luottamusmallissa passiviteetista tulee tahdonilmaisusta itsenäistynyt, aktiivipuolen luottamuksensuojaan kytkeytyvä sopimusvastuun peruste.¹⁸² Jälkimmäisessä tapauksessa vastuun sisältöön ei vaikuta se, että henkilö on ikään kuin erehdyksessä ollut passiivinen. Tahtomallin varassa (passiivisuus)erehdyksestä ja sen vaikutusta vastuuseen on sen sijaan johdonmukaista arvioida täysin tahdonilmaisupohjaisesti.¹⁸³

Telaranta tarkastelee hiljaisten tahdonilmaisujen ongelmaa tilanteessa, jossa tarjouksen tekijä B voi katsoa tekemänsä tarjouksen tulleen hyväksytyksi, kun tarjous on annettu A:n kehotuksesta:

Se, että A:n katsotaan vaikenemisensa kautta antaneen hyväksymisilmaisun, johtuu – viime kädessä siitä, että toinen osapuoli B, on vilpittömässä mielessä ollen ymmärtänyt A:n käyttäytymisen tahdonilmaisuksi. Kun A, joka aikaisemman käyttäytymisensä (so. kehotuksen antamisen) kautta oli antanut B:lle aiheen tuollaisen käsityksen syntymiseen, ei oikaise tätä virheellistä käsitystä, vaikka hän on tai hänen ainakin olisi pitänyt olla siitä selvillä, on – – ”kohtuullista”, että A asetetaan samaan asemaan kuin mitä B oletti. – – A:n sidonnaisuus ei näin ollen perustu hänen hiljaisesti antamaansa tahdonilmaisuuksiin, vaan sen *tilanteen oikeudelliseen arvosteluun*, joka A:n ja B:n välille ensiksi mainitun kehotuksen johdosta on syntynyt [kurs. tässä].¹⁸⁴

Tiedonantovelvollisuustilanteeseen sovellettuna tämä tarkoittaa sitä, että ei arvioida passiivisuutta sinänsä, vaan oikeudellisessa tarkastelussa *palataan takai-*

¹⁷⁹ Pöyhönen 1988, 221.

¹⁸⁰ Aho, 104.

¹⁸¹ Pöyhönen 1988, 148–149.

¹⁸² Karlgren, 9–11.

¹⁸³ von Hertzen, 129–132.

¹⁸⁴ Telaranta, 299–300.

sin niiden aikaisempien tilanteiden tulkintaan, joissa tietoja yhtiöstä oli annettu. Tällöin passiviteettitilanteen (muuttunutta) olosuhdetta verrataan aiemmin annettun tietoon.

Kysymys, johon olisi nyt annettava vastaus, kuuluu: *Milloin yhtiölle aiheutuu vastuu tiedon julkistamatta jättämisestä, jos sijoittajan käsitys perustuu päättelyyn yhtiön tiedotteiden rivien välistä tai käyttäytymissignaaleista?*

Vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta syntyy, (i) kun yhtiö antaa markkinoiden itse tehdä julkistetuista tiedoista johtopäätöksiä ja/tai kun yhtiö *sallii hiljaisesti totuudenvastaisen tiedonsuunnan vahvistumisen* [ks. esimerkki Saksan markkinoista oletetun markkinavaikutuksen näkökulmasta, luku 6.4]. AML:n mukainen tiedottaminen merkitsee aina yhtiön uuteen tietoon kohdistuvaa, aktiivista, kaikille samanaikaisesti suunnattua toimintaa. Passiivinen tiedonmuodostus taas merkitsee toiminnasta pidättäytymistä joko vanhan tiedon merkityssisällön muuttumisesta tai uuden, julkistamattoman tiedon merkityksen kasvusta huolimatta.

Hiljaisuus, vaikeneminen ei ole hyväksyttävä vaihtoehto, jos yhtiö voisi saavuttaa sivuhyötyjä julkistamalla tiettyjä tietoja totuudenmukaisesti. Tilanne syntyy, kun yhtiölle olisi edullista julkistaa, että tietty tieto on totta, jos se todella on sitä, mutta olla julkistamatta, että tietty tieto ei ole totta, jos se ei sitä ole. Otetaan esimerkiksi tilanne, jossa yhtiö, joka ei ole loukannut ympäristölakeja, haluaisi julkistaa, ettei se ole lakeja rikkonut, mutta sen sijaan yhtiö, joka on lakeja rikkonut, ei haluaisi julkistaa, että se on näin tehnyt. Tällaisessa tilanteessa kaikki julkistamatta jättäminen viestii tehokkaasti, että asia ei ole totta.

Niinpä, jos yhtiö jättää kieltämättä, että se on rikkonut ympäristölakeja, joku voi tehdä johtopäätöksen, että yhtiö on rikkonut näitä lakeja. Tällaisissa olosuhteissa hiljaisuus, vaikeneminen ei olisi tehokas tapa välittää mitään informaatiota. Huomaa, että ilman arvopaperivilppivasuutta hiljaisena pysyminen ei välittäisi mitään informaatiota, koska joku voisi sanoa, että asia on totta, vaikka se ei sitä olisikaan.¹⁸⁵

Passiivisessa tiedonmuodostuksessa yhtiö antaa toisen osapuolen toimia itse ja tehdä omia ratkaisuja puuttumatta tämän tekemiin johtopäätöksiin. Passiivisuus ei siis tarkoita, ettei yhtiö tekisi mitään. Passiivisuus tarkoittaa, että *yhtiö antaa totuudenvastaisen tiedon kehittyä tai että se signaloi asioita markkinoille käyttäytymisellään julkistamatta tosiasiallista seikkaa tai asiointilaa aktiivisesti*. Tällöin voi olla kyse laiminlyönnillä aiheuttamisesta, jossa seuraus ei aiheudu aktiivisen tekemisen tapaan kausaalisesti, vaan syy-yhteys on ratkaistava hypoteettisten syy-yhteyksien perusteella.¹⁸⁶

¹⁸⁵ Kahan, 778 av. 92.

¹⁸⁶ Nuutila, 203.

Tiedon suunnan vahvistumisen seuraamisessa on ongelmana se, että yhtiön julkistama tieto sekoittuu helposti markkinatietoon. Yhtiön sallimaa tiedonsuuntaa on vaikea havaita ja verifioida [vrt. *Kultin* näkemys, luvussa 4.1]. Vaikka mediantiedolla ei ole markkinatiedon oikeudellista asemaa eikä se vapauta yhtiötä tiedon julkistamisen vastuusta, on mediantiedolla merkitystä, kun on kyse yhtiöntiedon suunnan vahvistumisesta. Kun yhtiöllä on velvoite kommentoida pörssin vaatimuksesta markkinahuhuja ja tietyin edellytyksin vääriä tietoja muutenkin ja kun sillä on velvoite julkistaa tieto antamalla se keskeisille tiedotusvälineille, seuraa tästä myös epäsuora velvoite seurata mediassa tai markkina-analyyseissa yhtiötä koskevien käsitysten kehittymistä. Jos näissä käsityksissä on nähtävissä trendi, suuntaus, joka osoittaa useiden toisistaan riippumattomien (so. toisten kanssa kilpailevien) lähteiden arvioivan yhtiötä vastoin sen julkistamia tietoja, on yhtiöllä *vastuu passiviteetistaan*. Tällöin yhtiön täytyy ryhtyä tiedotustoimiin, jotka minimoivat totuudenvastaisen tiedonsuunnan kehittymisen. Ei ole väliä sillä, kehittykö tiedonsuunta yhtiön kannalta positiivisesti vai negatiivisesti. Molempia suuntia on tarkasteltava yhtä kriittisesti. Jos markkinoilla väärä suunta em. tavalla yhtiön tiedottamatta jättämisen johdosta vahvistuu siten, että se voi vaikuttaa osakkeen arvoon, yhtiöllä on vastuu myös tiedottamisen tästä puolesta.

Tässä on kyse samasta asiasta, jota *Pöyhönen* kuvaa mukana olevien tahojen vastuuaseman perustamisena niiden tekemiin strategiisiin riskipäätöksiin. Vastuu ajankohtaistuu *Pöyhösen* mukaan jos joku toimijoista omalla toiminnallaan yksipuolisesti heikentää muiden mukana olevien tahojen riskipositiota esimerkiksi lisäämällä niiden vahingonvaaraa. Kysymys voi olla konkreettisesti esimerkiksi siitä, että toimija jättää minimoimatta toiminnastaan muille aiheutuvan uuden vahinkoriskin, vaikka minimoivat toimenpiteet (varojärjestelmät) olisivat mahdollisia.¹⁸⁷

Vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta syntyy myös, (ii) kun yhtiö *selektiivisesti auttaa toista tulkitsemaan yhtiöinformaatiota*, ilman että se sinänsä julkistaa uusia tietoja. Auttaminen voi olla huomion kohdistamista sellaisiin seikkoihin, joita toinen osapuoli ei ehkä ole osannut yhtiötä koskevissa analyyseissa arvottaa oikein. Tällöin tietoa vuotaa markkinoille ja se luo yhtiölle vastuun tiedosta samalla tavalla kuin jos yhtiö olisi tiedottanut siitä aktiivisestikin. Tällaisessa passiivisessäkin tiedonmuodostuksessa syntyneen perustellun odotuksen pohjalta syntyy tiedonantovelvollisuus.

Yhtiön julkistama tieto jatkaa julkistamisen jälkeen elämäänsä markkinatietona. Tiedolla on kuitenkin *napanuora* yhtiöön. Jos markkinoilla tapahtuu muutoksia, yhtiön toiminnasta ja muista sen antamista tiedoista yritetään päätellä, mikä on yhtiöntiedon ja julkistetun tiedon suhde tarkasteluhetkellä. Täl-

¹⁸⁷ *Pöyhönen* 2000, 166.

löin passiivisena oleminen ("no comments", "ei uutta lisättävää") voi olla markkinoille tulkintaa edesauttava signaali, joka luo vastuun. Se voi merkitä, että julkistettu tieto on edelleen voimassa eikä muutoksia tiedon olennaisuuteen yhtiön näkökulmasta ole tapahtunut. Julkistettu tieto ei siten kuole, vaan elää kun sitä analysoidaan ja jalostetaan. Sen arvo vain muuttuu sen jälkeen, kun se on ehtinyt vaikuttaa kurssiin.

Pörssin ohi kulkevan tiedon määrän kasvua on edistänyt lain muotoilu, jonka mukaan tiedotettavan asian on oltava päätös tai yksittäinen seikka sekä se, että julkistus on sidottu tiedonsaantihetkeen. Vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta on esillä silloin, (iii) kun yhtiön liiketoimintaprosessissa *tiedon merkitys ja olennaisuus kasvaa hitaasti*. Liiketoiminta saattaa kehittyä vähitellen siten, että sen sisältämät tiedot täyttävät yksittäisen olennaisen tiedon kriteerin vasta pitkän ajanjakson kuluessa, jolloin oikean julkistusajankohdan määrittelykin on vaikeaa. Tiedonjulkistuksen ajankohdan valinnan vaikeus saattaa puolestaan johtaa siihen, ettei ole eriytettävissä yksittäistä tietoa, jonka voisi julkistaa. Siksi se saattaa jäädä helposti julkistamatta, vaikka sillä olisi merkitystään.¹⁸⁸

Tiedon hidaskin kehitys voi luoda olosuhteet, joita on selitettävä, jotta väärää käsitystä markkinoilla ei pääsisi syntymään. Yhtiö joutuu näin ollen osallistumaan tiedottamisellaan siihen, että markkinaosapuolilla on edellytykset oikeaan hinnanmuodostukseen.

Sonera osallistui Italiassa Ipse-konsortioon, jolle myönnettiin UMTS-toimilupa lokakuussa 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.

Yhtiön vaikeus tiedottaa edellä mainitussa tilanteessa paljastuu, kun tarkastellaan Soneran asemaa Ipsessä. Sonera oli yhtiössä vähemmistöosakas. Vähemmistöosakkaana sen tiedottamisen sisältö oli riippuvainen ainakin osittain siitä, mitä Ipse kehitysnäkymistään tiedottaa. Kun emoyhtiö ei tiedottanut juuri lainkaan, ei se välttämättä voinut kertoa Sonerallekaan, yhdelle osakkeenomistajalle (olkoonkin, että on pörssiyhtiö) enempää kuin markkinoillekaan. Tätä ei

¹⁸⁸ Vrt. *Posnerin* käsitys vahinkoriskin kasvamisesta, 183.

muuttanut Ipsen näkökulmasta se, oliko Sonera pörssiyhtiö vai ei. Ipsen hallituksessa Soneran edustajan taas oli katsottava ensi sijassa Ipsen, ei Soneran etua. Vaikka emoyhtiö paljastaisikin tiedon osakkuusyhtiölleen, se voisi kieltää asian julkistamisen liikesalaisuutena. Viime kädessä oli Soneran näkökulmasta siis kyse siitä, oliko Ipseä koskevalla tiedolla vaikutusta osakkuusyhtiö Soneran osakkeen arvoon. Riittävän suuri investointi Ipseen voi tehdä tiedosta olennaisen. Jos Sonera tällöin julkistaisi sanotun Ipsen liikesalaisuuden (kehitysnäkömät), voisi emoyhtiö Ipse vaatia Soneralta vahingonkorvausta liikesalaisuuden paljastamisesta [vrt. julkistamisvelvollisuus riippuen siitä, milloin yhtiö on saanut asiasta tiedon, luku 5.4.2].

Yhtiöiden nopeat omistusrakenteen muutokset ja niiden monimutkaistuminen tekevät myös tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen ja valvonnan monimutkaiseksi. Passiivinen tiedonmuodostus voi tapahtua siten myös (iv) *yhtiön rakenteen seurannaisena*.

Elokuussa 2003 Eimo Oyj:n neljä suurinta osakkeenomistajaa, käytännössä Paanasen perhe, ilmoitti käyvänsä neuvotteluja omistamansa 24,3 prosentin omistusosuuden myynnistä yhtiöstä. Yleensä merkittävän omistusosuuden myynti nostaa yhtiön kurssia, kun muut osakkeenomistajat uskovat samassa yhteydessä saavansa myyntipreemion. Eimo julkisti tiedon samassa yhteydessä poikkeuksellisen synkkäsanaisen osavuosikatsauksen kanssa. Yhtiö oli jo aiemmin varoittanut, että sen vuoden 2003 liikevaihto jää selvästi edellistä heikommaksi, ja nyt osavuosikatsauksessa se varoitti lisäksi, että tulos painuu tappiolle. Poikkeuksellisesti yhtiö julkisti näkemyksensä myös seuraavasta vuodesta, jolloin liikevaihdon arvioitiin jäävän vielä vuotta 2003 heikommaksi. Ennusteen antamista pidettiin erikoisena, sillä muut alan toimijat olivat valittaneet ennusteiden antamisen vaikeutta. Ilmoitus romahdutti osakekurssin 15 prosentilla, 0,99 eurosta 0,84 euroon. Jos sopimukseen päästään, Paanasen perhe myy osakkeensa 0,96 euron käteishintaan, minkä jälkeen ostaja tekee muille osakkeenomistajille ostotarjouksen vähintään samalla hinnalla.

Hallituksen jäsen Elmar Paananen ilmoitti Helsingin Sanomien¹⁸⁹ mukaan, että sanamuotoja puntaroitiin tarkoin. ”Hänen mukaansa toisena vaihtoehtona oli kertoa ’normaalit tulevaisuuden näkymät’ eli vain loppuvuoden odotettu kehitys. *’Se olisi saattanut vaarantaa tämän hankkeen (kaupan) toteutumisen.*’ (Kaupan toteutuminen) edellyttää osakkeenomistajien laajaa hyväksyntää. Jos omistajien ainoa tieto on se, että 2003 menee huonosti kuten kaikilla muillakin, mutta 2004 menee paremmin ja 2005 vielä paremmin, niin sen tiedon valossa olisi vaikea hyväksyä suunnilleen markkinahintaista tarjousta.” Kurssin romahtaminen oli Elmar Paanasen mukaan tarkoituksellista.

¹⁸⁹ Helsingin Sanomat 7.8.2003: *Paanasten perhe myymässä Eimon*.

Yhtiön omistusrakenteen muuttuminen, laajentuminen tai supistuminen merkitsee omistajien määrälliselle enemmistölle tuntematonta tekijää, epävarmuutta omistajavallan käyttämisessä (varsinkin jos samalla vielä osakkaiden äänivaltaerokin pysyy suurena). Tiedotusharkinnassa se merkitsee usein vaikeaselkoisten tietojen, yhtiön motiivien ja signaalien sekä passiivisen tiedonmuodostuksen lisääntymistä. Suuren äänivallan omistavien osakkeenomistajien kyky lukea tilannetta ja passiivista tiedonmuodostusta on tehokkaampi kuin pienten ja vähääänisten osakkeiden omistajien. Noteeratut perheyrietykset ovat usein tällaisen tiedotuskäytännön vuoksi muille osakkeenomistajille riski.

Vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta syntyy, kun (v) *yhtiön hallituksen jäsen omavaltaisesti kommentoi yhtiön asioita ilman, että tieto on yhtiön virallinen kanta*. Omistajavallan epävarmuuden vuoksi yhtiö kantaa vastuun myös siitä tiedosta, jonka sen hallituksen jäsen tai merkittävä intressipiirin edustaja julkistaa.

Vakuutusyhtiö Pohjolan suuromistajan Suomi-yhtiön toimitusjohtaja ja Pohjolan hallituksen jäsen Eino Halonen piti todennäköisenä, että Pohjola hakee itse omaa pankkitoimilupaa. ”On yksi mahdollisuus, että ostamme toimivan tilijärjestelmän ja haemme sitten pankkitoimiluvan. Tällaisen ratkaisun todennäköisyys kasvaa nopeasti ajan kuluessa.” Hän harmittelee yhteistyön kariutumista säästöpankkien kanssa. Lausunnosta tiedusteltaessa Pohjolan toimitusjohtaja Eero Heliövaara totesi: ”Sanotaan näin, että kyllä oman pankin perustaminen on ollut *tärkeysjärjestyksessä jatkuvasti hyvin häntäpäässä*, mutta emme nyt kommentoi hallituksen jäsenen yksittäisiä lausuntoja.”¹⁹⁰ [kurs. tässä] Uuden pankin perustaminen julkistettiin 16.9.2002.¹⁹¹

--

Hackman oli usean vuoden ajan karsinut liiketoimintojaan, kun vuonna 2001 oli jäljelle jäänyt kaksi merkittävää toimialaa, joihin yhtiö oli ilmoittanut vuosikertomuksessaan sitoutuneensa. Yhtiökokouksessa hallituksen puheenjohtaja oli kuitenkin todennut, että omistusjärjestelyjä on harkittava, jos resursseja mahdollisuuksien hyödyntämiseen ei löydy. Harkinnan arveltiin kohdistuneen erityisesti yhtiön Designor-yksikköön. Toimittajan kysyessä lehtihaastattelussa, oliko syytä edelleen odottaa karsimisen jatkuvan, oli hallituksen puheenjohtaja myöntänyt tällaisen mahdolliseksi. Yhtiö myöhemmin kysyttäessä kiisti aikeen luopua toisesta päätoimialasta ja laittoi aiheen esille nostamisen toimittajan syyksi.

Syyskuussa 2002 Hackman ilmoitti ostavansa Ruotsista aterimia, keramiikkaa ja lasia valmistavan Boda Nova Höganäs Keramikin. Yhtiön toimitusjohtaja asiasta kysyttäessä sanoi, että aiemmat lausunnot eivät

¹⁹⁰ Helsingin Sanomat 23.3.2002: *Pohjola saattaa perustaa pankin*.

¹⁹¹ Pohjola Oyj:n pörssitiedote 16.9.2002: *Pohjola, Suomi ja säästöpankit yhteistyöhön – uusi pankki pääkaupunkiseudulle*. Pankin nimi, Nooa Säästöpankki Oy, julkistettiin 10.4.2003.

tarkoittaneet, että Designor olisi ollut välttämättä myynnissä. Esillä oli mahdollisuus, että olisi harkittava ainakin omistussuuden vähentämistä. Vastassa olisi saattanut olla myös vaihtoehto, jossa jompikumpi Hackmanin yksiköistä olisi pitänyt myydä.¹⁹²

--

Fuusiota vastustava hallituksen jäsen saattaa vuotaa tiedon ulos ennen aikojaan ja tehdä tätä kautta fuusion vaikeaksi. Esim. tieto KOP-SYP:n fuusiosta julkistettiin Suomen Kuvalehdessä ennen kuin päätöksiä oli lopullisesti tehty. Syyksi arveltiin, että osa hallintoneuvoston jäsenistä, joilla oli löysä suhde pankkiin, oli pankin suurimpien velkojien edustajia, jotka pelkäsivät asemansa puolesta.

--

Ericssonin toimitusjohtaja Carl-Henrik Svanberg lausui Financial Timesille antamassaan lausunnossa 7.10.2003: ”Det blir allt tydligare för oss att marknaden stabiliserar sig – det är troligtvis mer sannolikt att marknaden gradvis kommer att öka.” Kaksi päivää myöhemmin Ericssonin hallituksen puheenjohtaja Michael Treschow totesi sanomalehti Chef’in järjestämässä seminaarissa päivästoin seuraavasti: ”Det blåser fortfarande motvind på Ericssons marknad och någon medvind är det ännu inte tal om.”¹⁹³

Yhtiön hallituksen jäsen ei ole luottamusasemassaan yksityisajattelijä. Hän ei edusta vain omaa intressipiiriään, vaan kaikkien osakkeenomistajien etua. Sijoittajan tiedonsaannin kannalta hallituksen yksittäisen jäsenen lausumat johtavat kestävämmään tilanteeseen, jos sijoittaja ei voi luottaa yhtiön taholta tuleviin kannanottoihin. Sijoittaja ei voi tietää, onko tieto laskettu markkinoille yhtiön toimesta spekulatiivisesti, koepallona mahdollisuuksien testaamiseksi vai onko tieto totta. Tällainen tiedottaminen eroaa kirjallisesta tiedotteesta, joka perustuu yhtiössä tehtyyn päätökseen tai arvioon, ja on luonteeltaan passiivista tiedonmuodostusta, joka aiheuttaa yhtiölle vastuun. Sijoittajalta ei voida vaatia, että hän joutuu erikseen seuraamaan, täyttääkö tiedottaminen aktiivisen tiedottamisen tunnusmerkit vai onko yhtiöstä saatu tieto passiivisen tiedonmuodostuksen seurausta. Ei ole kohtuullista, että sijoittaja osakkeelle perusteltua arvoa määrittäessään joutuu paitsi tulkitsemaan yhtiön julkistamia tietoja, myös samalla punnitsemaan tiedottamisen menettelytapoja, arvuuttelemaan niiden merkityksiä ja tekemään niistäkin johtopäätöksiä.

Käytännössä jokaisen hallituksen jäsenen lausumaa olisikin tarkasteltava niin, että se tuottaa yhtiölle aina saman tiedonantovelvollisuuden, kuin jos sen

¹⁹² Helsingin Sanomat 14.9.2002: *Hackman vahvisti asemia Ruotsin kodintuotteissa.*

¹⁹³ Otsikoimattomat. Reutersin uutispalvelu. Reuters Ekonominytt 7.10.2003 klo 08:05:56 ja 9.10.2003 klo 09:14:18. stockholm.newsroom@reuters.com.

olisi julkistanut toimitusjohtaja. Yhtiöllä on velvollisuus pitää välittömästi huolta siitä, että sama lausunto julkistetaan myös kirjallisena niin, että markkinoilla on riittävät edellytykset osakkeen arvon määrittämiseksi, oli sitten kyse lausuman vahvistamisesta tai kiistämisestä.

Aktiivisen tiedottamisen ja passiivisen tiedonmuodostuksen suhde samassa yhtiössä voi olla signaali yhtiön intentioista, vaikka AML:n tiedonantovelvollisuus tunnistaa vain aktiivisen toiminnan. Kun aktiivinen tiedottaminen ja passiivinen tiedonmuodostus menevät sekaisin markkinoilla, heikkenee laissa määritellyn tiedonantovelvollisuuden ja siihen sisältyvän tiedottamismenetelyn tehokkuus ja merkitys. Passiivista tiedonmuodostusta voi hyödyntää periaatteessa jokainen yhtiö, mutta suurin hyöty siitä on yhtiöille, joilla on varaa valita itse oma tiedotusstrategiansa.

Myös yhtiön *omistusrakenne* vaikuttaa sen tiedotusharkintaan.¹⁹⁴ Mitä vähemmän yhtiö on riippuvainen ulkoisesta rahoituksesta, sitä itsenäisemmin se voi suunnata tiedotuspolitiikkaansa ja toteuttaa sitä. Tällöin yhtiö käyttää helpommin muita viestintäkanavia varsinkin vapaaehtoisen informaation jakamisessa. *Schadewitz* on tullut tutkimuksellaan samaan tulokseen. Omistusrakenne on yhteydessä vapaaehtoiseen raportointiin, joka vähenee varsinkin silloin, kun muut yritykset omistavat raportoivan yrityksen osakkeita.¹⁹⁵ Toisaalta mitä enemmän yhtiö on riippuvainen ulkoisesta rahoituksesta, sitä vähemmän sillä on varaa opportunistiseen käyttäytymiseen ja sitä tarkemmin se täyttää tiedonantovelvollisuuden minimivaatimukset.

Passiivisten tiedonmuodostuskeinojen käyttö voi heikentää sijoittajien edellytyksiä tehdä yhtiötä koskevia arvioita. Johdon kannattaa joissakin tilanteissa olla opportunistisesti passiivinen ja käyttää sellaisia tiedotustapoja, jotka sallivat sille mahdollisimman laajan toimintavapauden.

Vastuu passiivisesti muodostuneesta tiedosta voi syntyä, (vi) kun yhtiö *varoittaa markkinaa vain yleisluonteisesti* etukäteen mahdollisista ongelmista. Esimerkki tällaisesta toiminnasta on pörssitiedottamiseen liitetyt *varaumat*, jos niillä pyritään välttämään tulevaisuudessa annettavat tiedonannot, jolloin varauksen todellinen syy tai sisältö ei ole täysin selvä.

JOT Automation Oyj nosti 28.1.2000 elektroniikkateollisuuden kasvun jatkumisen vuoksi pitkän aikavälin liikevaihdon kasvuennustettaan aikaisemmasta 30–35 prosentista noin 50 prosenttiin. Liikevoittotasoksi

¹⁹⁴ *Tuominen* on tarkastellut suomalaisten yritysten avoimuuspolitiikkaa ja sen kehitystä yritysten vuosikertomusten kuuden sisältöelementin kautta. Hänen mukaansa yhtiön pieni omistuksellisen institutioitumisen aste (mittana osakekannan laajuus, hajautuneisuus, vilkas osakkeiden vaihto) tekee yhtiön omaksumasta avoimuuspolitiikasta reaktiivisen ja yritykset ovat jäykkiä uusia, avoimuutta painottavia toimintatapoja kohtaan. Jos omistuksellisen institutioitumisen aste on suuri, avoimuuspolitiikan luonne on proaktiivinen ja yritykset joustavia uusia toimintalinjoja kohtaan. *Tuominen*, 64–65.

¹⁹⁵ *Schadewitz*, 191.

arvioitiin muodostuvan noin 15 prosenttia. Kasvuennuste koski vuosia 2001–2002. Kuluvalle vuodelle liikevaihdon kasvun ennakoitiin olevan noin 60 prosenttia aiemmin annetun arvion mukaisesti. Arviot perustuvat yhtiön mukaan elektroniikkateollisuuden kasvuodotuksiin, automaatioasteen kasvamiseen ja JOTin uusien järjestelmien ja tuotteiden saamaan hyvään vastaanottoon markkinoilla. Yhtiö pyysi ”huomioimaan, että koska yllä oleviin kannanottoihin sisältyy JOT Automation Group Oyj:stä riippumattomia tulevaisuuteen liittyviä arvioita ja odotuksia, saattavat todelliset tulokset poiketa huomattavasti niistä arvioista, jotka yhtiö yllä esittää”.

Tällaisen varauman liittäminen tiedotteeseen ei vapauta yhtiötä vastuusta. Jos johdolla ei ole edellytyksiä toteuttaa antamiaan kasvutavoitteita eikä se osaa suhteuttaa niitä riskiin, se ei voi tällaisia arvioita esittääkään aiheuttamatta riskiä tietojen muodostumisesta harhaanjohtaviksi.

Jippii Group Oyj:n esimerkissä [luku 5.4.2] pörssin kurinpitolautakunta kiinnittää huomiota taas varaumien puutteeseen. Lautakunnan mielestä yhtiön taloudellisen tilan ja erityisesti ennusteiden julkaiseminen oli perustunut osittain epäluotettaviin tietoihin. Yhtiön julkistamat ennusteet eivät olleet sellaisia perusteltuja ennusteita, joita listatulta yhtiöltä sääntöjen mukaan edellytetään. Yhtiön johdon tiedossa oli ollut seikkoja, joiden perusteella sen olisi tulevaisuuden ennusteita julkistaessaan pitänyt toimia varovaisemmin ja lisätä ennusteisiinsa toteutumista koskevia varauksia [kurs. tässä]. Kurinpitolautakunta katsoi myös, että yhtiön tiedottaminen oli kokonaisuudessaan painottunut liian yksipuolisesti positiivisten asioiden ja odotusten esittämiseen samalla kun yhtiön tilanteeseen ja odotuksiin liittyvät riskit oli jätetty mainitsematta tai niitä oli vähätelty. Kaikilla markkinoilla toimivilla ei ollut siten ollut arvopaperipörssin ohjesäännön mukaisesti samanaikaisesti käytössään riittävää ja oikeaa tietoa.

Vaikka suuntaus arvopaperimarkkinoilla on menossa erilaisten varaumien antamisen suuntaan, on varaumienkin antamisessa noudatettava tarkkuutta ja kerrottava, mihin varaumien antaminen perustuu.¹⁹⁶ Pelkän yleisen varauman antaminen ei riitä. Yhtiön tulee selittää tarkemmin varauman luonnetta, mitä seuraamalla sijoittaja voi seurata ennusteen toteutumismahdollisuuksia. Riittävä varauma voi näin ollen olla vain perusteltu, eksplisiittinen varauma, jossa kerrotaan syyt.

Kurinpitolautakunnan em. esimerkissä moittima riskin mainitsematta jättäminen on myös kiintoisa, koska riskin kertomista ei sinänsä ole säännöissä

¹⁹⁶ Kun lainvalmisteluasiakirjoissa (HE 1988:157, 25) kiinnitettiin erityistä huomiota informaation esittämistapaan, katsoo *Rapakko*, 191, tämän korostavan riskitasoa koskevan informaation esille tuomista tuotto-odotukseen liittyvien tietojen yhteydessä.

vaadittu.¹⁹⁷ Riskin voi tässä tapauksessa kuvitella olleen yhtiön taloudelliset seurantajärjestelmät. Toinen asia on, oliko yhtiö itse tiedostanut sisäisen riskin olemassalon, vaikka yhtiöltä edellytetään ajan tasalla olevia järjestelmiä. Jos yhtiö ei tällaista riskiä ollut tiedostanut, voiko yhtiöltä edes edellyttää sen mainitsemista? Jos riski on ollut olemassa, vaikka yhtiö ei ole sitä tiedostanut, on kyse yhtiön sisäisen valvonnan pettämisestä, kun yhtiön järjestelmien toimivuudesta ei ole huolehdittu. Yhtiö joutuu pörssin kanssa tehdyssä sopimuksessa vakuuttamaan, että sillä on riittävät järjestelmät tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseksi.¹⁹⁸

Yhdysvalloissa *bespeaks caution -doktriini* (varoitussoppi) pyrkii kannustamaan yhtiöitä sisällyttämään varoituksia, toteutumisen edellytyksiä ja vastuuvapauslausekkeita julkistettaviin tulevaisuuden näkymiin. Varoitussopin mukaan, jos julkistettu tieto tai dokumentti sisältää varovaisella tavalla ilmaistuja tulevaisuuden näkymiä, ennusteita tai odotuksia, niitä ei ole katsottava vilpiksi. Opin mukaan varovaiset kannanotot ehkäisevät sen, että ennusteisiin voitaisiin täysin luottaa ja siksi niitä on pidettävä epäolennaisina. Eräässä oikeustapauksessa oikeus katsoi lisäksi, että jos em. tyyppiset kannanotot eivät vaikuta informaation ”kokonaisuuteen”, ne eivät muodosta markkinavilppiä. *Steinberg* kuitenkin katsoo, että opilla on joitakin rajoituksia: mikä tahansa varoitus ei tee laiminlyöntiä merkityksettömäksi. *Varoitus täytyy olla nimenomaista tapausta varten laadittu*, yleinen varoitus esimerkiksi tiedon riskipitoisuudesta ei riitä poistamaan vilpin mahdollisuutta.¹⁹⁹

Lisäksi varoitussoppia ei voi soveltaa faktoihin, kuten eräs tuomari totesi: ”Fraud is still fraud, and all the cautionary language in the world will not replace a true material omission or misstatement of a fact which would matter to a reasonable investor.”²⁰⁰

Varoitussoppi soveltuu *Steinbergin* mukaan vain tilanteisiin, joissa velvoite pehmeän informaation julkistamiseen esiintyy, eikä ulotu syytöksiin, joissa tiedonjulkistaminen on laiminlyöty.²⁰¹

¹⁹⁷ Pörssin kurinpitolautakunnan käsittelemissä tapauksissa on se ongelma, että kurinpitolautakunnan ratkaisut julkistetaan ainoastaan tiivistelminä ja ovat myös vastaajan osalta anonyymeja. Siksi niistä on vaikea saada apua käytännön tulkintatyöhön yhtiössä. – Pörssin ohjesäännön mukaisista itsesääntelyseuraamuksista katso tarkemmin *Astola*, 224–225.

¹⁹⁸ HAOS A2.132, kohta 9 ja A.214, kohdat 8–9. – Pörssin kurinpitolautakunta 17.12.2002: NM-listatun QPR Software Oyj:n taloudelliset raportointi- ja seurantajärjestelmät ajanjaksolla 1.1.–30.7.2002 eivät täyttäneet listayhtiöltä edellytettäviä vaatimuksia. Yhtiön ennen listautumista julkistamat tiedotteet yhtiön tilanteesta ja tulevaisuuden kehitysnäkymistä eivät olleet perusteltuja siten kuin NM-listalle aikovalta yhtiöltä sääntöjen mukaan edellytetään; mm. yhtiön sopimus- ja kirjaamiskäytäntöön liittyvät merkittävät riskit ja liikevaihdon luottoluonteisuus eivät käyneet julkistetuista ennusteista ilmi [QPR:n muista rikkeistä samassa päätöksessä ks. luku 5.3.1].

¹⁹⁹ *Steinberg* 2001b, 279–281.

²⁰⁰ *Integrated Resources Real Estate Ltd Partnerships Securities Litigation*, 815 F. Supp. 620, 674 (S.D.N.Y. 1993).

²⁰¹ *Steinberg* 2001b, 281.

Sijoittajat, jotka osaavat liittää tiedotteiden ehdolliset lausumat myöhemmin toteutuvaan ulkoisen ympäristön muutokseen, saavat siitä edun muuttamalla itse yhtiön hyödyntämän passiivisen tiedonmuodostuksen aktiiviseksi osakkeeseen vaikuttavaksi tiedoksi ilman yhtiön omaa, tarkempaa tahdonilmaisua (selkokielistä tiedotetta). Tieto muuntuu tällöin *passiivisesta aktiiviseksi* ulkoa aiheutuvan (ulkosyntyisen) seikan, ei yhtiön oman ilmoituksen johdosta. Lopputulos on osalle markkinoista osakkeen arvoon vaikuttava tieto, vaikka sitä ei aktiivisella ja asianmukaisella tavalla julkistettu.

Yhtiön toimesta (vii) *tieto voidaan ajastaa aktivoitumaan myöhemmin* taroituksena käyttää sitä vain tarpeen tullen. Jälkikäteen yhtiö voi kuitenkin viitata peitellysti annettuun tietoon ja todeta, että kaikki olennainen tieto oli julkistettu markkinoille. Tällainen teko on yhtä moitittava kuin julkistamatta jätetty olennainen tieto. Yhtiön tehtävänä on aktiivisesti vaikuttaa siihen, että tieto tulee kaikkien osaksi. Muussa tapauksessa yhtiö voisi vähentää osakkeen arvoon vaikuttavia tiedotusvelvoitteita.²⁰²

Tiedon kysynnän vähittäinen kasvattaminen ja tätä kautta tapahtuva kiinnostuksen herättäminen on samalla tavalla vastuuta luovaa tiedottamista, koska sillä tähdätään perusteltujen odotusten synnyttämiseen. Siksi myös hiljaa oleminen voi olla viesti, joka voi lisätä odotuksia. Odotukset kuvastavat tiedotuksen prosessikäsitteen dynamiikkaa silloin, kun odotuksen saa syntymään, vaikka ei tiedottaisikaan. Milloinkaan ei pystytä poistamaan rivienväliviestejä, mutta pyrkimyksenä pitäisi olla, että kaikki osapuolet pysyisivät tiedonjulkistamisen menettelytapojen kohtuullisella ja ennustettavalla keskivyohykkeellä.

Aktiivista tiedottamista on säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen. Passiiviseksi tiedonmuodostukseksi on tässä nähty sellaiset tilanteet, joissa

- 1) yhtiö sallii hiljaisesti tiedonsuunnan vahvistumisen;
- 2) yhtiö auttaa toista selektiivisesti tulkitsemaan yhtiöinformaatiota;
- 3) tiedon merkitys ja olennaisuus kasvavat yhtiön liiketoimintaprosessissa hitaasti;
- 4) yhtiön rakenteen seurannaisena vaikeaselkoiset signaalit lisääntyvät;
- 5) yhtiön hallituksen jäsen kommentoi omavaltaisesti yhtiön asioita;
- 6) yhtiö varoittaa markkinaa pelkillä yleisluonteisilla varaumilla;
- 7) tieto ajastetaan aktivoitumaan myöhemmin, tarpeen tullen.

²⁰² Tiedonantohäiriötilanteissa on *Rudangon* 1998, 383, mukaan vahinkoa yleensä ns. ”oikean” ja häiriövaikutteisen hintatason välinen erotus. Ongelmana on lähinnä häiriön vaikutuksen pelkistäminen markkinoiden lukuisista vaikutusmekanismeista, erityisesti myös vahingonmäärittämisen oikeasta ajankohdasta.

Arvopaperimarkkinoilla oletetaan sijoittajan saavan ajantasaiset ja olennaiset tiedot yhtiöstä. Listautuessaan yhtiö sitoutuu tiedottamaan tapahtumistaan. Yhtiön julkinen noteeraus ei saisi hyödyttää ainoastaan yhtiötä (esim. että yhtiön osakkeella olisi arvo silloin, kun osakkeita tarvitaan mahdollisena kaupan välineenä), vaan valvojan pitäisi voida puuttua yhtiön tiedottamisen yleiseen passiivisuuteen samalla tavalla kuin nyrkkeilykehässäkin voi saada muistutuksen passiivisuudesta. Passiiviset yhtiöt tulevat myös yhteiskunnalle kalliiksi, koska sijoitukset tiedottamiseltaan passiivisiin yhtiöihin vääristävät yleistä markkina-luottamusta ja ohjaavat investointien sitoutumista yhteiskunnan kannalta tehottomiin kohteisiin.

Passiivista tiedonmuodostusta ei voi eikä saakaan yrittää kokonaan poistaa, koska se edistää sijoittajien aktiivista tiedonhankintaa ja aliarvostettujen yhtiöiden hakemista. Passiiviselle tiedonmuodostukselle on kuitenkin annettava oikeudellinen merkityksensä. Tiedonmuodostuksen passiviteetin oikeudellisella sääntelyllä *de lege ferenda* vähennetään yhtiön tai suuren omistajatahon hyötymistä sijoittajansuojan ja markkinaluottamuksen kustannuksella.

3.4 YHTEENVETOA

Tutkimuksen perushypoteesi on, että tiedonantovelvollisuuden nykytulkinta vahvistaa *tiedotuksen pistekäsitystä*, joka rakentuu katkelmallisten tapahtumien, yksittäisten seikkojen ja erityistilanteiden ohjauksen varaan. Se kiinnittää huomiota vain muusta tietokontekstista irrallaan olevaan aktiiviseen tiedottamiseen, jonka alku- ja loppuhetki voidaan määritellä.

Tiedontovelvollisuuden pistekäsityksen mukainen yhtiön julkistama tieto on irrotettu yhteyksistään yhtiön muihin tietoihin. Kun yhtiöllä on lähtökohtaisesti sijoittajaa parempi tieto, yhtiöllä on käytännössä ja jälkikäteen tulkintaoikeus julkistetun tiedon sisältöön ja tarkoitukseen. Pistekäsityksen mukainen julkistettu tieto on vapaamuotoinen. Se on myös kertaluontoinen, minkä vuoksi yhtiö voi milloin tahansa muuttaa sen sisältämän sanoman sisältöä liiketoimintaa vastaavalla tavalla. Yhtiö itse arvioi tiedon olennaisuuden suhteessa muihin julkistettuihin tietoihin. Pistekäsityksen mukaisesti tiedotteen oikeudellisen sitovuuden katsotaan raukeavan silloin, kun sen sisältö on vaikuttanut arvopaperin arvoon.

Tämän rinnalle uudeksi tiedonantovelvollisuuden tarkastelutavaksi esitän *tiedotuksen prosessikäsitystä*. Prosessimalli on tiedonantovelvollisuuden pistemäistä tarkastelua dynaamisempi ja ajallisesti laajempi, koska se huomioi paitsi aktiivisessa tiedottamisessa yhtiöntiedon pitempiaikaisen muuttumisen myös yhtiön passiivisen tiedonmuodostuksen sisältämät viestit. Prosessimallin huomioiva sääntely perustuu edelleen yleisohjauksen varaan, mutta huomioi samalla osapuolten kokonaisvastuun ja laveamman tiedonantovelvollisuuden tulinnan.

Tiedotuksen prosessikäsitteellä on läheinen yhteys sopimusoikeuden prosessikäsitteeseen, jolle on ominaista sopimuksen asteittainen muotoutuvuus ja muuttuvuus. Passiivinen tiedonmuodostus on rinnakkainen tapahtuma pistemäiselle tiedottamiselle. Tiedotuksen prosessikäsitteessä ei siis välttämättä tarvita yksittäistä, olennaista, osakkeen arvoon vaikuttavaa seikkaa eikä sitä koskevaa pörssitiedotetta, jota tarkastella tai valvoa. On kuitenkin tietoa, joka vaikuttaa sijoittajan päättelyyn yhtiön toiminnasta. Yhtiön on siksi samassa tiedotustilanteessa harkittava sekä tiedottamisen pistemäinen että prosessinomainen puoli.

Passiivisen tiedonmuodostuksen tilanteita läpikäymällä pyritään muodostamaan edellytyksiä yhtiön passiviteetin oikeudelliseen arviointiin ja siten vähentämään yhtiön tai suuren omistajatahon hyötymistä sijoittajansuojan ja markkinaluottamuksen kustannuksella. Tämän vuoksi esitetään esimerkiksi, että yhtiön hallituksen jäsenen omavaltainen yhtiön asioiden kommentointi tuottaisi yhtiölle vastuun tiedon oikeellisuudesta.

Prosessiajattelu pyrkii vähentämään mahdollisuuksia markkinaosapuolten ristiriitoihin ennakoimalla yhtiön tiedonjulkistuksen menettelytapoja samalla, kun se sallii kohtuullisen ja tunnustetun hyötymismahdollisuuden ja pelivaran. Millään osapuolella ei sen mukaan ole lähtökohtaisesti ehdotonta ratkaisuvalltaa ja oikeutta informaatioon, vaan *kunkin osapuolen oikeus informaatioon sitoutuneeseen varallisuuteen ratkaistaan tapauskohtaisesti ottaen huomioon informaation saamistapa*, jota käsitellään seuraavaksi.

4 Markkinaosapuolet ja niiden tieto

Tiedotuksen edellä käsitelty prosessinomaisuus tuo esiin tiedonantovelvollisuuden tulkinnan osapuolisidonnaisuuden. Yhtiö ennakoii tiedottamisessaan eri osapuolten reaktioita. Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta toteuttaessaan yhtiö ottaa huomioon muitakin osapuolia kuin vain osakkeenomistajat. Samalla yhtiön mahdollisuus valita oikeudellisesti paras toimintatapa tiedonjulkistuksessa kapenee. Yhtiön tulkintaan tiedonantovelvollisuudesta vaikuttavat muut osapuolet, joiden käsitys yhtiötä koskevasta tiedosta on toinen kuin yhtiöllä itsellään.

Arvopaperimarkkinoiden käsittely monoliittisena kokonaisuutena kätkeekin sen vuoksi monia käytännön ongelmia. Tiedonsaannin tasapuolisuuden tavoite vaatii myös muiden markkinaosapuolien kuin yhtiön roolin erittelyä.²⁰³ Arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden toteutumisessa on kyse relaatioista, joissa osapuolten toiminta määrittyy siitä, miten muut osapuolet samassa tilanteessa toimivat. Kuitenkin lainsäädäntö yleensä tarkastelee vain yhden osapuolen (yhtiön) toimintaa, vaikka *kaikkien markkinaosapuolten toiminta ja niiden informaattoriratkaisut riippuvat muista markkinoilla samaan aikaan toimineista osapuolista*.²⁰⁴ Kyse on samasta asiasta, jos liikenneonnettomuudessa tarkasteltaisiin vain yhden, eniten rikkeitä tehneen toimintaa ilman, että huomiota kiinnitettäisiin lainkaan muihin samaan aikaan risteysalueella olleisiin tiellä liikkujiin, joiden harhauttava toiminta on vaikuttanut onnettomuuden syntymiseen.²⁰⁵

Samuelsson näkee informaation julkistamisen vain tiedonantovelvollisen yhtiön ja ammattimaisten markkinatoimijoiden sofistikoituna kommunikaationa.²⁰⁶ Lainsäätäjät ei ole kiinnittänyt riittävästi huomiota siihen, että osakekursit itsessään sisältävät informaatiota. Siksi *yhtiön tiedonantovelvollisuutta ei voi eikä pidäkään rajoittaa vain yhtiötä koskevaksi kysymykseksi*. Informaatio-

²⁰³ Myös *Rudanko* 1998, 236, pitäisi arvokkaana, jos siviilioikeudellisin keinoin suojattavia odotuksia voitaisiin arvioida dikotomista sopimus- ja deliktiperusteista jaottelua joustavammin esimerkiksi rooliodotusten suojaa silmälläpitäen.

²⁰⁴ Kun puhutaan markkinaosapuolten toiminnasta ja ratkaisuista, tarkoitetaan ensi sijassa tietoon, sen sisältöön ja merkitykseen liittyviä ratkaisuja, jotka voivat olla yhtiön kohdalla tiedottamista ja liiketoiminta- tai organisaattoriratkaisuja, median kohdalla tietojen julkistamista joukkotiedotusvälineissä tai sijoittajan kohdalla osakkeiden ostoja, myyntejä tai keskustelua kadulla toisen sijoittajan kanssa, ja tälle kerrottuja seikkoja.

²⁰⁵ Asianomistajakysymyksestä arvopaperimarkkinoilla ks. tarkemmin *Tuomola*, 287.

²⁰⁶ *Samuelsson*, 21.

virran vaikutus osakkeiden hintaan ja kaikkiin markkinatoimijoihin pitää myös huomioida.²⁰⁷

Esimerkkinä toisen osapuolen vaikutuksesta informaatioympäristöön *Samuelsson* esittää toisen yrityksen toiminnan ja siitä aiheutuvan vastuukysymyksen:

”Om AB X t ex felaktigt påstår att man funnit en ny oljekälla utanför Gotland och Y därefter köper aktier i AB Z som tillverkar de pipelines som normalt används under dessa yttre förutsättningar, uppkommer frågan om Y skall anses ha lidit någon skada. Har kursen i Z gått upp till följd av de uppgifter som X offentliggjort kan så vara fallet. Y har därmed rätt till skadestånd från X om kursen i Z korrigeras i samband med att X offentliggör korrekt information.”²⁰⁸

Yhtiön lisäksi muutkin markkinatoimijat vaikuttavat informaatioympäristöön, tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen ja sijoittajan edellytyksiin tehdä päätöksiä oikeisiin tietoihin perustuen.

Myös *Lewitt* tarkastelee tiedonantovelvollisuuden sääntelyä kysymyksenä yhtiön, sijoittajien ja markkinajärjestelmän tasapainon kautta:

”Imagine, if you will, a world in which the remedy against fraud is too weak: companies will be able to say anything they want about themselves or their expectations, but investors do not want to risk their capital. Imagine, on the other hand, a world in which the remedy against fraud is too strong: any mistake in any company statement will risk huge lawsuits alleging fraud, so no company will be able to raise capital. Either way, our capitalist system is the loser. What we need is a balance between caveat emptor and caveat venditor – between ‘buyer beware’ and ‘seller beware’.”²⁰⁹

Missä määrin tällaista balanssia on mahdollista säädellä, riippuu siitä, kumman puolella suojantarve on suurempi, myyjän vai ostajan. On ilmeistä, että pysyvästi saavutettavaa tasapainoa ei olekaan, vaan sitä on tarkasteltava uudelleen kussakin yhteiskunnallisessa ja taloudellisessa tilanteessa. Sopimusoikeuteen keskeisesti kuulunut *caveat emptor* (ostaja olkoon varuillaan) -ajattelu ja sopimusvapaus ovat olleet etusijalla pitkään²¹⁰, mutta jo useilla kauppaoikeuden

²⁰⁷ *Samuelsson*, 82–83.

²⁰⁸ *Ibid.*, 291.

²⁰⁹ *Lewitt* (1995). *Lewitt* toimi pitkään Yhdysvaltain SEC:n hallituksen puheenjohtajana. – Toisaalta, ”The concept of ‘puffing’ is derived from the doctrine of caveat emptor and arises primarily in the sale of tangibles where it appears that examination by the purchaser may offset exaggerated statements and expressions of opinion by the salesman. It can have little application to the merchandising of securities.” B. Fennekohl & Co. 41 S.E.C 210, 216 (1962), *Kahan*, 762.

²¹⁰ *Atiyah*, 464 ss.

alueilla on vahvistunut *caveat venditor* (myyjä olkoon varuillaan) -ajattelu. *Hedley*n mukaan moderni oikeus heijastaa yhä enemmän sitä, että samalla, kun myyjällä on velvoite toimittaa sovittuja tuotteita, on ostajalla samansuuntainen (parallel) oikeus saada tuotteita vastaava informaatio.²¹¹

Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen sovellettuna kyse ei kuitenkaan ole vain siitä, että yhtiö julkistaisi osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot, jotka ovat samansuuntaisia yhtiön tilanteen kanssa. Tieto sellaisena kuin se markkinoille tulee, sisältää paitsi itse julkistettavan asian, myös tiedonjulkistajan oman näkemyksen strategisesta asemastaan (vaikka se ei eksplisiittisesti siitä käy ilmi). Se huomioi ja ennakoi myös toisten osapuolten odotukset ja tulevan toiminnan.

Osapuolet vaikuttavat ennakkoon yhtiön julkistamaan tietoon siten, että tiedote on suhteutettu sen todennäköisesti saamaan vastaanottoon. Tämä voi tapahtua monin tavoin [ks. tarkemmin yhtiöntieto, luku 4.2]. Yhtiön pörssitiedote on aina vain jäävuoren huippu.

Markkinaosapuolet voi jakaa ryhmiin tiedonsaantijärjestyksessä. Tiedonsaantijärjestys on yksi tapa tarkastella tietoa, mutta antaa tiedon synnystä mekaanisen kuvan: Jos jokin osapuoli on tiedonsaaja, jokin toinen osapuoli on tiedonantaja. Käsitteet tiedonantaja ja tiedonsaaja tekevät markkinoiden informaationmuodostuksesta kuitenkin liian yksinkertaisen. Usein nimittäin tiedonantajan ja -saajan roolin lisäksi korostuu myös *osapuolen rooli toimijana*. Sekä tiedonantaja että tiedonsaaja ovat samalla myös tiedon ja toiminnan osia, osa tietoa itseään.

Timosen toteamus, että informaatio kulkee järjestyksessä todelliset sisäpiiriläiset – näennäinen sisäpiiri – ulkopuoliset²¹² ei anna itsenäistä merkitystä muille osapuolille. Esimerkiksi media on sisällytetty ulkopuolisiin. Tällaiset ulkopuoliset osapuolet muodostavat markkinatietoa kuten yhtiökin, ja niiden panos voi joskus olla perinteisten markkinatoimijoiden vaikutusta paljon suurempi.²¹³ Ne

²¹¹ Esimerkkinä *Hedley*, 114–115 [Ks. *Hedley*n esimerkkejä informaation paralleelisuudesta luvussa 8.2.] – Ranskalaisessa koulukunnassa ja Saksan vanhemmassa yleisoikeudessa esitettiin jo 1500-luvulla erehdysoppiin kuuluva käsite *error in materia*, erehdys, joka kohdistuu esineen ominaisuuksiin. Se on läheisessä yhteydessä esineen identiteettiä koskevan erehdyksen kanssa. *Telarannan*, 26, mukaan kun esineen identiteetti riippuu siitä, millainen esine on olemukseltaan, tahdonilmaisun antaja, joka erehtyy esineen ominaisuuksista, samalla erehtyy myös sen identiteetistä. Jos siis esine on olemukseltaan toinen kuin tahdonilmaisun antaja luulee, on myös itse esine toinen kuin hän tarkoittaa ja päinvastoin. *Telaranta*, 28, pitää vanhaa *error in materia* -sääntöä kuitenkin vaikeasti sovellettavana ja toteaa sen saaneen osakseen paljon arvostelua.

²¹² Sisäpiirin jaotteluista ks. esim. *Astola*, 178 ss. ja *Löfmarck*, 58 ss.

²¹³ Taloustoimittajien katsotaan kuuluvan ns. markkinasisäpiiriläisiin (market insiders), joiden kirjoittamilla artikkeleilla on tosiasiallinen ja välitön vaikutus markkinoihin. *Astola*, 180 ja *Löfmarck*, 24–28. *Foster* on tutkinut kahteen eri otteeseen akateemiseen laskentatoimeen perehtyneen tutkijan Abraham Briloffin laatimien lehtiartikkelien vaikutusta osakekursseihin ja havainnut, että yhtiöiden, joiden laskentatointa Briloff kritisoi, osakkeiden arvo laski keskimäärin 8 prosenttia julkaisupäivänä.

luovat julkisia paineita yhtiöille ja markkinoille toimia tietyllä tavalla. Tällöin tiedon ja tiedottamisen alkulähde ei olekaan yhtiö, se, missä tieto on alunperin kuviteltu ensiksi syntyvän. Tieto kehittyy iteratiivisella tavalla osapuolten toiminnan tuloksena. Yhtiön velvollisuus tiedottaa ei ehkä olekaan enää riippuvainen vain yhtiöstä ja sen liiketoimintaympäristöstä, vaan muista, varsinaiseen liiketoimintaan suoranaisesti kuulumattomista arvopaperimarkkinan osapuolista, niiden tiedoista ja käsityksistä, jopa niiden opportunistisesta toiminnasta. Kuitenkin sääntely koskee ensi sijassa yhtiötä, vain yhtä osapuolta. Kunkin toimijan siirto vaikuttaa toisen toimijan siirtoon, siihen, millaiseksi toisen markkinaosapuolen mahdollisuus toimia ja tulkita tietoa muodostuu.

Yhtiö ja sen toiminta arvopaperimarkkinoilla on siten yhteydessä myös muiden markkinaosapuolten asemiin, tavoitteisiin, toimintaan ja motiiveihin. Informaation markkinoilla on tässä arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tarkastelussa käytetty viittä keskeistä osapuolta:

- (i) yhtiöosapuoli²¹⁴ (markkinoiden tiedonantaja)
- (ii) sijoittajaosapuoli²¹⁵ (markkinoiden tiedonsaaja, ammatti- ja yksityissijoittajat)
- (iii) analyytikot²¹⁶ (markkinoiden tiedonvälittäjä)
- (iv) mediaosapuoli²¹⁷ (markkinoiden tiedonvälittäjä)
- (v) valvontaviranomaiset pörssi ja Rata²¹⁸

Nykyisin lainsäädäntö kohdistuu yksittäisen osapuolen tekoon tai tekemättä jättämiseen.²¹⁹ Tekoa tarkasteltaessa kohteena on ensi sijassa yhtiön johto. Edellä mainittujen markkinaosapuolten roolit ja motiivit toimijoina sekoittuvat.²²⁰ Arvopaperimarkkinaa koskevassa lainsäädännössä ja ohjeissakaan ei ole eroteltu eri osapuolityyppejä. Osapuoliroolituksen piirteitä on kuitenkin luettavissa lainsäädännön taustoista: yhtiöiden kohdalla OYL:sta, sijoittajien, välittäjien, pankkiiriliikkeiden ja valvovien viranomaisten kohdalla paitsi AML:sta, myös lain perusteluista, mediaosapuolen osalta taas sananvapauslaista.

²¹⁴ *Beaver*, 163–164.

²¹⁵ *Beaver*, 160–162.

²¹⁶ *Healy – Palepu*, 416–417.

²¹⁷ *Healy – Palepu*, 418.

²¹⁸ Ks. *Astola* arvopaperipörssin toiminnasta kaupankäynnin järjestäjänä, 30–34, toiminnasta, hallinnosta, ohjesäännöstä ja suhteesta välittäjiin, 40–55, sekä oikeudellisesta asemasta erityisesti suhteessa liikkeeseenlaskijaan, 228–230. – *Rudanko* 1998, 184, näkee mahdollisena, että myös markkinapaikan ”ominaisuuksille” (kuten kaupankäynnin volyymi, kaupankäyntijärjestelmät ja muut markkinoiden rakennetta ja toimintaa koskevat seikat) voitaisiin antaa sopimusoikeudellista merkitystä.

²¹⁹ Arvopaperimarkkinaosapuolten välisten oikeussuhteiden sääntely perustuu ensi sijassa AML:iin, mutta lisäksi myös sopimus- ja yhtiöoikeudellisiin normistoihin, ks. *Rudanko* 1998, 27–35.

²²⁰ Vrt. osapuolimäärittelyt listautumisen yhteydessä, *Hidén*, 23.

*Wilhelmsson on liittänyt roolikäsitteen henkilön asemaan tai tehtäväksi ottamiseen, se on näihin kytkeytyvä odotuskokonaisuus. Taloudellisia rooleja, joissa yksilö toimii markkinoilla, on täsmennetty oikeudellisilla roolikäsitteillä (kuten kauppias, työnantaja, vuokranantaja), joihin kytetään ne toimintanormit, jotka yhteiskunnassa on asetettu tiettyssä asemassa olevalle.*²²¹

Kun yhtiötä koskevan julkistettavan tiedon vaatimus kohdistuu niihin olennaisiin tietoihin, jotka eivät vielä ole markkinoiden tiedossa, on tiedonantovelvollisuuden rajojen määrittelemiseksi tärkeää määritellä edellä kuvatun osapuolijaon pohjalta *yhtiöntiedon, sijoittajan tiedon, markkinatiedon ja mediantiedon eroja*. Monet tiedonjulkistuksen vastuuongelmat aiheutuvat siitä, että rajanvetoa em. tiedonmuotojen välillä ei ole oikeudellisesti tehty. Näiden tietojen erottelu on tärkeää myös siitä syystä, että osapuolten toiminnasta aiheutuvat perustellut odotukset nojaavat juuri tähän tiedonmuotojen jaotteluun. *Jotkut tiedot tai tiedonmuodot yksinkertaisesti sisältävät enemmän ja laajempia oikeuksia kuin toiset*. Sisäpiirillä on siten vastuu olla käyttämättä tietoja hyväksi²²², sijoittajalla on perusteltuja odotuksia yhtiön tulevaisuudestaan luomiin näkymiin ja medially on oikeus omaan tiedonjulkistukseensa, mutta myös vastuu mahdollisesti aiheuttamastaan vahingosta. Usein näitä odotuksia, oikeuksia ja vastuita täytyy tarkastella samanaikaisesti.

Yhtiötä koskevan tiedonantovelvollisuuden rajanvetoa ja ymmärrystä auttaa taustalla vaikuttavien eri markkinaosapuolten tiedonsuhdetta koskevien roolien, motiivien ja tarkoituksien tarkastelu. Kullakin markkinaosapuolella on eri motiivit tarkastella ja hankkia tietoa yhtiöstä. Tieto markkinoilla ei ole koskaan täydellistä, vaan kukin osapuoli säännöstelee kulloinkin hallussaan olevaa tietoa ja paljastaa vain osan. Se, kuinka paljon tiedosta paljastetaan, riippuu tiedon jäljelläolevasta hyödynnettävyydestä ja oikeudesta tietoon.²²³

Osapuolten informaatioasema muuttuu tilanteesta toiseen. Kaikkea tietoa ei kyetä hyödyntämään heti julkistuksen jälkeen (a) analysoinnin vaatiman tiedonkäsittelyn,²²⁴ (b) ymmärryksen puutteen, (c) osapuolen rajallisen hintaan

²²¹ Wilhelmsson 1987, 50 ss. – Ks. myös Nuutila, 48.

²²² On pidettävä erillään luottamuksellisen tiedon salassapito ja toisaalta sisäpiirintiedon hyödyntäminen. Yhdysvalloissa käytetty termiä *disclose or abstain* (julkista tai pidäty kaupankäynnistä).

²²³ Tämä pyritään myös ilmaisemaan käyttämällä genetiivimuotoa sanoissa *yhtiöntieto* ja *mediantieto*. Markkinatieto-sanassa ei genetiiviä ole käytetty, koska yhtiö ja media ovat myös osa markkinaa ja myös näillä on osa markkinoilla olevasta tiedosta.

²²⁴ Esim. Lev, 226–254, näkee, että markkinoiden tehokkuuden lisääntyessä se aika, jona monopolistisesta informaationkäsittelytavasta voi hyötyä, lyhenee käsittelytavan tullessa yleiseen tietoisuuteen. – Mitä tehokkaammiksi markkinat kehittyvät, sitä nopeammin informaatio alkaa heijastua osakkeen hinnassa ja sitä vaikeammaksi tulee saada voittoa informaation hankinnan perusteella. Jos markkinat olisivat täydellisen tehokkaat, se ei olisi lainkaan mahdollista, sillä kaikki relevantti informaatio vaikuttaisi osakkeen hintaan välittömästi, joten hyöty menisi osakkeiden sen hetkisille omistajille, ei informaation hankkineelle markkinaosapuolelle. Ks. Timonen, 78. – Myös Leppiniemi 1985, 46.

vaikuttavan markkinavoiman/osto-voiman vuoksi, tai (d) siksi, että yhtiö julkistaa tiedosta vain osan²²⁵, jolloin tieto on aina puutteellinen ja täydentyy vasta myöhemmin.²²⁶

Yhtiöntieto on yhtiön hallussa olevaa tietoa itsestään. Yhtiön arvomuodostus ei perustu vain sen julkistamiin tietoihin, vaan myös muiden käsityksiin ja tietoihin yhtiöstä. Tässä yhtiön tärkeänä reflektoitavana kohderyhmänä ovat sijoittajat ja heidän tietonsa. Markkinatieto muodostuu kaikkien osapuolten yhteisen, vuorovaikutteisen toiminnan tuloksena ja vaikuttaa yhtiön markkina-arvoon.²²⁷ Sen sisällöstä ei milloinkaan vallitse konsensusta. Mediantieto on median julkistamaa tai julkistamatonta tietoa yhtiöstä. Millään osapuolella ei ole kaikkea markkinoilla olevaa tietoa kaikista yhtiöistä, ei edes yhdestä yhtiöstä, ei hetkellisestikään. Tiedonantovelvollisuuden tehtävänä on antaa turvaa sille, että kaikilla olisi pääsy mahdollisimman laajojen tietojen lähteille, jotta yhden osapuolen muiden kustannuksella tapahtuva kohtuuton hyötyminen²²⁸ olisi estetty.

²²⁵ Astola, 211, toteaa, että pörssiyhtiöllä ei ole oikeutta päättää, ettei velvollisuutta julkistamiseen ole silloin, kun säännösten mukaan julkistettavan tiedon julkistaminen näyttää kohtuuttomasti vaarantavan sen toimintaa. – Tämä on tulkittava niin, että velvollisuus julkistaa tietoja on aina, kun olennaisen tiedon tunnusmerkki täyttyy ja niin paljon, että sen perusteella voidaan muodostaa käsitys osakkeen arvosta, mutta ei kuitenkaan kaikkea.

²²⁶ Schadewitz, 192, on jakanut osavuosi- ja vuosikatsauksien julkistamisen yhteydessä esiintyvät muutaman päivän mittaiset tuottojaksot markkinoilla viiteen ryhmään, millä käyttäytymisellä saattaa olla yhtymäkohtia myös muun tiedonjulkistuksen sykleihin, tiedon muuttumiseen tai olla tarpeen esimerkiksi vahingonkorvauksia määritettäessä. Ennen osavuosi- ja vuosikatsauksien julkistamista on havaittavissa (i) ennakoitijakso. Tämän jälkeen lyhyehköä (ii) reagointijaksoa seuraa (iii) sopeutumisjakso, jona aikana markkinat hyödyntävät katsauksia tarkemmin. Hinnat asettuvat (iv) yhden- tai kahden viikon kuluessa tavanomaiselle tasolle. Tässä vaiheessa julkaistu informaatio on jo välittynyt hintoihin. Viimeinen jakso on (v) siirtymisjakso seuraavaan julkistamiseen.

²²⁷ Saarnio – Puttonen – Eronen, 10, jakavat yrityksen markkina-arvon neljään komponenttiin: (i) nykyisen liiketoiminnan sitomaan pääoman arvoon, (ii) nykyisen toiminnan arvoon, mikäli kassavirta säilyy nykyisellä tasolla myös tulevaisuudessa, (iii) nykyisen kasvun arvoon, mikäli kassavirta kasvaa nykyistä vauhtia myös tulevaisuudessa, sekä (iv) odotusten arvoon kyvystä luoda uusia edellytyksiä tulevaisuuden kassavirralle. Neljäs kysymys asettuu Saarnion, Puttosen ja Eronen mukaan perinteisen strategisen suunnittelun ulkopuolelle aikajänteen pituuden vuoksi ja sen vuoksi, että toimenpiteiden syy-seuraussuhteet ovat vaikeasti hahmotettavia. – Se, että tämä seikka asettuu perinteisen strategisen suunnittelun ulkopuolelle merkitsee käsitykseni mukaan kuitenkin vain sitä, että perinteisen strategisen suunnittelun välineet eivät huomioi viestintän mahdollisuuksia toimia strategian välikappaleena. Tulevaisuuden kassavirtoihin perustuvien odotusten arvo luodaan osittain nykyhetkessä toteutuvalla viestinnällä. Odotusten arvoon vaikuttaa myös muu markkinainformaatio.

²²⁸ Kohtuuttomuusharkinta on kokonaisharkintaa, jossa otetaan samanaikaisesti huomioon kaikki varallisuus- ja oikeudelliselle tilanteelle relevantteina pidetyt seikat. Kohtuuttomuusharkinnan lähtökohta on alustava sitovuusjohtopäätös, jonka riittäytymisestä tai uudelleen harkinnasta on kysymys. Sitovuusharkinnassa selvitetään se, mitkä normit soveltuvat tilanteeseen. Pöyhönen 2000, 100–102. Arvopaperimarkkinat, jotka ovat verrattavissa monilta osin huutokauppatilanteeseen, on pyritty korostetusti muodostamaan sellaisten normien varaan, joiden vallitessa osakkeen arvo määräytyy vapaasti. Kun näillä markkinoilla on kyse kohtuuttomuusharkinnasta, on yleensä noudatettu kohtuutta, jolla ei periaatteena ole itsenäistä asemaa. Yksittäistapauksissa voi kuitenkin

Kullakin osapuolella on lähtökohtainen oikeus päättää hankkimansa tiedon käyttötavoista. Siksi yhtiö ei julkista toiminnastaan kaikkea, media ei uutisoi kaikkea tietämäänsä eivätkä sijoittajat ja analyytikot markkinan erilaisina edustajina paljasta hankkimistaan ja yhdistelemistään tiedoista kaikkea. Kullakin on oma suhteensa ja motiivinsa tietoon ja sen käsittelyyn, sen säännöstelemiseen ja hyödyntämiseen.²²⁹ Lainsäädännöllä tai markkinoiden itsesääntelyllä on rajoitettu eri tavoin osapuolten vapauksia tiedon julkistamiseen tai hyödyntämiseen. Yhtiölle on asetettu velvollisuus julkistaa olennaiset tiedot totuudenmukaisesti ja ilman aiheetonta viivytyksiä. Mediaa rajoittaa vahingonkorvausoikeudellinen vastuu perättömien tietojen julkistamisesta.²³⁰ Sijoittajat pyrkivät hyödyntämään kaikkia tiedon lähteitä ja yhdistämään ne itseään palvelevaksi tiedoksi. Osapuolten yhteisen toiminnan tuloksena syntyy markkinatieto.

Monien oikeus- ja velvollisuuskysymysten ratkaisu riippuu nyt siitä, mitä tiedonmuotoa tarkastellaan. Yhtiöntiedon määrittelyllä pyritään kuvaamaan yhtiöntiedon luonnetta, yhtiön suhdetta siihen ja rajanvetoa sen välillä, minkä yhtiö julkistaa ja jättää julkistamatta. Markkinatiedon perusteella yhtiö voi jättää sitä koskevan tiedon julkistamatta. Joskus vedotaan myös mediantietoon, vaikka sen käsitteellinen ero markkinatietoon on melko selkeä. Tietojen erotte- lulla on pyrkimys selvittää, mikä vastuu yhtiöllä on sitä koskevasta markkina- tiedosta suhteessa siihen tietoon, mikä sillä itsellään omasta toiminnastaan on.

kin syntyy jonkin osapuolen kannalta kohtuuttomia tilanteita, joissa ”sopimusvapaudesta” voidaan luopua kohtuuden hyväksi [vrt. Sponda–Castrum-tapaus, luku 7.4]. Molemmat em. kohtuusperiaatteet eivät riitä ratkaisemaan tilannetta, joka syntyy siitä, että tilannetta ei kummankaan osapuolen (yhtiön/sijoittajan) toimesta ole välttämättä edes riittävästi tunnistettu oikeudellista asemaa muuttavaksi. Tästä huolimatta kohtuutta ei voida pitää arvopaperimarkkinoiden pääsääntönä (jota *Pöyhönen* kutsuu yhteisöllisen käytännön malliksi), vaan mukaan tarvitaan edelleen heikomman suojan käsite. *Pöyhönen* 1988, 185 ss. – Ks. myös kohtuusperiaatteesta perusoikeus- ajattelun mukaan *Mähönen* 2001b, 111, kohtuusperiaatteen kiinnakkohdista *H Tolonen* 2001, 144, takausvastuun kohtuuttomuudesta *Saarnilehto* 2001, 1130. Kohtuuttomuuden olosuhteista, jotka voidaan ottaa huomioon sopimusten sovittelussa, ks. *Wilhelmsson* 1985, 107–156.

²²⁹ *Paine* on esittänyt ”transaktionaalisen” näkökulman yhdestä tiedon paljastamisen muodosta, juorusta, jonka keskeinen ongelma liittyy annetun ja saadun tiedon suhteeseen. Juoruamisen vaikeus piilee *Painen* mukaan *vaihdossa*: kuullakseen juoruja on itse kerrottava jotakin kiinnostavaa. Kyseessä on tavallaan *maksusuoritus saadusta tiedosta*, mistä termi ”transaktio”. Juoruajan pyrkimys on rationaalinen: miten saada mahdollisimman paljon tietoa kertomalla itse mahdollisimman vähän. *Paine*, 278–285. Ks. *Koskinen* 2000, 74.

²³⁰ *Wilhelmsson*, 316 ss., tarkastelee median vastuuta kuluttajaoikeudellisesta tavarahan virheen näkökulmasta. Tällainen tarkastelu on relevantti ja analoginen sille vastuutarkastelulle, joka koskee median vastuuta arvopaperimarkkinoilla.

4.1 MARKKINAOSAPUOLTEN STRATEGINEN KÄYTTÄYTYMINEN

Oikean informaation käsite – joka merkitsee vapaata, täydellistä, silmänräpäyksellistä, ja kaikkialla saatavissa olevaa, universaalista informaatiota – on *Coasen* mukaan yksi täydellisen markkinan tekijöistä. Täydellisillä markkinoilla informaatio ei ole vain virheetöntä, vaan myös täydellistä ja symmetristä: jokaisella markkinaosapuolella on täydellinen informaatio ei vain markkinoista yleensä, vaan myös kunkin osapuolen asemasta siinä. Se merkitsee, että jokainen ei vain tiedä, mitä muut tietävät, vaan myös, mitä muut ajattelevat. Näin kukin osallistuja voi sulkea pois ja ehkäistä tietyt strategisen käyttäytymisen muodot ja moraalisen uhkapelin, jotka muutoin ehkäisisivät tehokkaan toiminnan.²³¹

Vaikka tämä ei koskaan ole täysin mahdollista, siitä aiheutuu tehokkaalle toiminnalle ulkoisvaikutuksia, kustannuksia, jotka *Coase* esitti artikkelissaan vuonna 1960.²³² Ulkoisvaikutus on *Coasen* mukaan

”the effect of one person’s decision on someone who is not a party to that decision”.

Coasen esittämät ulkoisvaikutukset (externalities) ovat kustannusvaikutuksia ihmisille, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia. Myös muut ovat tulleet samaan tulokseen.²³³ *Coasen* mukaan kaikki taloudellinen toiminta vaikuttaa toisiin ihmisiin, jopa niin, että olisi tuhoisaa ajatella, että vain jotkin kustannukset olisivat ominaisuuksiltaan sopimusosapuolten rajat ylittäviä.²³⁴ Näin ollen yhtiön informaatiotoimienkaan ei voitane ajatella vaikuttavan ainoastaan yhtiön senhetkisiin osakkeenomistajiin tai muihin markkinaosapuoliin, vaan myös kaikkiin muihin ihmisiin. Tätä kautta osakemarkkinoiden toiminnalla on taloudellisia vaikutuksia koko yhteiskuntaan.

Vaikka strateginen käyttäytyminen ja sen vaikutukset eivät kuuluneet erillisinä tekijöinä *Coasen* transaktiokustannuksista esittämiin näkemyksiin²³⁵, *Schroe-*

²³¹ Epäsymmetrisen informaation yhteyteen kuuluu käsite *moraalinen uhkapeli* (moral hazard), millä tarkoitetaan enemmän tietävän osapuolen tiedon salaamista omaksi edukseen toivossa, että toinen osapuoli ei sitä huomaa. Moraalisen uhkapelin käsitettä käytetään tavallisesti rinnakkain *epäedullisen valikoitumisen* (adverse selection) käsitteen kanssa, millä tarkoitetaan ilmiötä, jossa vähemmän tietävä osapuoli joutuu soveltamaan tiukempia kriteerejä kaikkiin osapuoliin nähden. Molemmat ilmiöt johtavat epäedulliseen kustannusten nousuun. Moraalisen uhkapelin käsitteen pioneiri on Arrow, 537–539. Ks. myös Kanninen – Määttä – Timonen, 30. Beaver, 39.

²³² *Coase* 1960, 1–44.

²³³ *Stigler*, 324.

²³⁴ *Pöyhösen* 1997, 549, mukaan uuden varallisuus oikeuden eräänä tausta-ajatuksena on kolmannsiin tahoisiin kohdistuvien vaikutusten muuttuminen normaaleiksi, jopa suorastaan välttämättömiksi modernissa taloudellisissa toiminnassa.

²³⁵ *Cooter* 1982, 17–18, päinvastoin oli sitä mieltä, että strateginen käyttäytyminen olisi mitätöinyt *Coasen* teoreeman.

der katsoo, että tällaista käyttäytymistä on pidettävä muiden transaktiokustannusten valitettavana seurauksena tai tuloksena. *Schroederin* mukaan strategisen käyttäytymisen esimerkkejä, jotka aiheutuvat informaation toimimattomuudesta, ovat mm. harhauttaminen, tarjoaminen halvemmalla kuin joku toinen (arvopaperimarkkinoilla esim. todellisen tilanteen ali- tai ylikuvaaminen, so. tilanteen kuvaaminen todellisuutta vähättelevällä tai vaihtoehtoisesti liioittelevalla tavalla) ja uhkaaminen neuvottelujen lopettamisella (esimerkkinä äänivallan vahvistaminen). Osapuolet valitsevat tällaisia käyttäytymisstrategioita kätkeäkseen omat aikeensa ja arvostuksensa ja toisaalta pakottaakseen muut osallistujat paljastamaan omansa. Epätäydellisen, asymmetrisen informaation maailmassa tällainen strateginen käyttäytyminen on taloudellisesti rationaalista.²³⁶

Taloustieteen peliteorioita on oikeudellisille sovelluksille valottanut muun muassa *Kultti*. Pelaajien käyttäytyminen kiteytyy strategian käsitteeseen. Strategia on täydellinen suunnitelma, joka katsoo, kuinka pelaaja toimii kaikissa mahdollisissa tilanteissa. Tasapaino on sellainen tila eli strategia kullekin pelaajalle, josta kenenkään ei kannata poiketa tai jossa kenelläkään ei ole kannustinta toimia toisella tavalla. Yksinkertaisilla esimerkeillä *Kultti* osoittaa, että mitä enemmän voimavaroja osapuolet uhraavat, sitä pienempi on kollision todennäköisyys.²³⁷

Yhtiön ja muiden markkinaosapuolten (erityisesti median) suhteisiin sovelletuna kollision todennäköisyys ei välttämättä pienene, vaikka osapuolet uhraisivat voimavaroja asiaan. Tämä voi johtua siitä, että arvopaperimarkkinoilla on kyse dynaamisista pelitilanteista. Näiden tilanteiden perusongelma on sitoutuminen tiettyihin toimintoihin, kun optimaaliset strategiat saattavat muuttua epäoptimaaliseksi pelin edetessä. Sikäli kuin lainsäädäntö pystyy tarjoamaan keinoja sitoutua tiettyihin strategioihin, sillä voidaan vaikuttaa suotuisasti yhteiskunnan toimintaan. Sitoutuminen tiettyyn strategiaan on helppoa, jos pelaajalla ei ole muita vaihtoehtoja, kun lainsäädäntö rajoittaa pelaajien strategiajoukkoja.²³⁸

Omaa käyttäytymisstrategiaansa ja viestintäänsä valitessaan yhtiön täytyy ottaa huomioon, että muut markkinoilla toimijat pyrkivät *toimimaan tehokkaasti kuin yksi* (kokonaisuuteen tukeutuen tai siihen kätkeytyen).²³⁹ Tämä tarkoittaa, että *yhdellä osapuolella yksittäisten toimijoiden edut ovat lähempänä toisiaan kuin toisella osapuolella olevien yksittäisten toimijoiden edut*. Siten esimerkiksi kullakin professiolla on yhteneviä etuja valvottavanaan, analyysi-koilla keskenään, toimittajilla keskenään, sijoittajilla keskenään, jopa valvonta-

²³⁶ *Schroeder*, 542–543.

²³⁷ *Kultti*, 36.

²³⁸ *Kultti*, 43.

²³⁹ Esimerkiksi osakeyhtiö on ilmaus voimien yhdistämisestä tehokkuuden maksimoimiseksi.

viranomaisilla keskenään.²⁴⁰ Yhteisistä eduista pyritään hyötymään siten, että etuja puolustetaan ja osapuolen toiminnan rajoituksia vastustetaan muita osapuolia vastaan. Tähän pyritään esiintymällä yhtenäisesti ja omia argumentteja ja näkökohtia puolustaen.²⁴¹

Käyttäytymisoletuksia tutkiva taloustiede (behavioral economics) ei sellaisenaan muodostu yhdestä teoriasta, joka selittäisi toimijoiden perusteita arvopaperimarkkinoilla, vaan koostuu useista pragmaattisista tilannekohtaisista miniteorioista, jotka ovat käyttökelpoisia erillisten oikeudellisten ongelmien ratkaisussa.²⁴²

Mitä enemmän osapuolet pyrkivät toimimaan kuin yksi, sitä enemmän avautuu myös mahdollisuuksia strategiselle käyttäytymiselle, *koska yksittäisen toimijan motiveja ei pystytä erottamaan samaan osapuoleen kuuluvien kaikkien toimijoiden yhteisestä toimintatavasta*. Näin strategisen käyttäytymisen vaikutukset ulottuvat laajalle. Osittain tämä johtuu siitä, että markkinaosapuolen yhden edustajan käyttäytymistä tarkastellaan koko markkinaosapuolen toiminnan ilmentymänä. Kun yhtiö on yksi markkinaosapuoli, sen mediavastapuoli voi käytännössä olla merkittävästi vaikutusvaltaisempi, koska yksittäinen yhtiö ei voi toimia kuin yksi, kuten media voi. Vaikka yksittäinen yhtiö juridisena entiteettinä on yksi, se ei ole sitä sosiologisessa mielessä eikä se siten voi vetäytyä muiden yhtiöiden ja yhteisen toimintatavan suojaan.

Myös media toimii poolin tapaan, vaikka journalistiset ratkaisut ovat yksilöllisten toimittajien ratkaisuja. Näin esimerkiksi toimittaja ei edusta käytännössä vain itseään, vaan koko mediaosapuolta, mediajärjestelmää. Toimittaja käyttää työssään poolin, koko median, voimaa, kun taas tiedonantovelvollinen yhtiö

²⁴⁰ Tähän aikakauteen on *Ramonetin*, 24, mukaan lyönyt leimansa mm. tiedotusvälineiden taipumus jäljitellä toisiaan. ”Mitä enemmän tiedotusvälineet puhuvat jostakin asiasta, sitä enemmän ne ovat kollektiivisesti vakuuttuneita siitä, että tuo aihe on korvaamattoman tärkeä.”

²⁴¹ *J Tolonen* 1994, 261, esittämässään sosiaalisen sopimusoikeuden kritiikissä toteaa, että markkinat eivät ole niin ohjattavissa kuin on luultu, ja agentit ovat pystyneet luomaan yhteistoimintarakenteita kontrollimekanismien ohittamiseksi.

²⁴² Näitä miniteorioita on ainakin neljä: laumakäyttäytymisteoria, tapa/tottumus-teoria, status quo -teoria ja sosiaalisten normien teoria. Luettelo *Korobkin – Ulen*, 25, 23. – (i) Laumakäyttäytyminen (*herd behavior*) ilmenee päätöksentekijän jäljitellessä muiden tekemisiä. *Kahan – Klausner*, 355–356. (ii) Tapa/tottumus-teoria (*habit/tradition theory*) pitää tapoja kokeillen löydettyinä malleina, koska toistuva käyttäytyminen alentaa päätöksentekokustannuksia. *Korobkin – Ulen*, 69–70. (iii) Status quo -teorialla (*status quo bias*), jossa toimija asettaa nykytilan muutoksen edelle, on useita selityksiä. Niistä hyväksytyn lieene selitys, jonka mukaan ihminen mittaa päätöksen hyödyllisyyttä vertaamalla ja suhteuttamalla sitä neutraaliin referenssipisteeseen. Tämän mukaan riskinkaihtajat pelkäävät enemmän menettävänsä 100 dollaria kuin ovat kiinnostuneita voittamaan 100 dollaria. *Thaler*, 70–72. Muista selityksistä ks. esim. *Korobkin* 1998, 625, 631 ja *Kahan – Klausner*, 632. (iv) Sosiaalisten normien teoria (*social norms*) korostaa tiiviiden ryhmien jäsenten sisäistävän ryhmänormit tehokkaammin kuin oikeusnormit, koska sanktiot ovat sosiaalisia. *Korobkin – Ulen*, 87.

joutuu osallistumaan tiedottamisen kustannuksiin suhteellisesti merkittävästi suuremmalla panoksella ja riskillä.²⁴³ Se joutuu toimimaan säännellysti ei vain suhteessa arvopaperimarkkinoihin, vaan myös suhteissaan asiakkaisiinsa, tavarantoimittajiin ja henkilöstöönsä. Se joutuu muotoilemaan kantansa osakkeenomistajien edustajana neuvottelujen ja niiden aiheuttamien kustannusten ja ajankäytön hinnalla.

Nämä kustannukset ovat yhdelle noteeratulle yhtiölle suhteellisesti suuremmat kuin yhden median yhdelle toimittajalle. Toimittajan julkistamien tietojen tarkistamatta jättäminen esimerkiksi on yksi kustannusero, joka helpottaa toimittajan työtä, mutta voi aiheuttaa merkittäviä kustannuksia toiselle osapuolelle, yhtiölle, jolle tiedonantovelvollisuus on säädetty. Toinen osoitus median mahdollisuuksista kätkeytyä kokonaisuuteen ja aiheuttaa kustannuseroja muille ilmenee esimerkiksi silloin, kun jutun otsikko ei lainkaan vastaa sinänsä sisällöllisesti oikeaa ja tasapuolista juttua. Tällöin huomion herättämiseksi ja myynnin edistämiseksi laadittu ja lukijoiden nopeasti selaama otsikko saattaa aiheuttaa väärinkäsityksen asian todellisesta laidasta ja siten myös huomattavia kustannuksia. Kustannuksia ei aiheudu ainoastaan yhtiölle, vaan myös lukijoille, koska aikaa kuluu tiedon oikean laidan selvittämiseen. Pahinta on, jos väärän tiedon pohjalta on jo tehty virheellisiä päätöksiä [ks. lähemmin luku 8.5 Median levittämän väärän tiedon kustannukset arvopaperimarkkinoilla].

Yhtiöiden toiminnan laajentuminen lisää puolestaan myös niiden omaa strategista käyttäytymistä. Tämän mukanaan tuoma yllätyksellisyys nopeuttaa yhteiskunnan keskipakoisvoimia. Sen seurauksena alkuvaiheessa ulkokehälle joutuvat (heikommät) markkinaosapuolet, yksityiset sijoittajat alkavat menettää markkinan toimintaa kohtaan tuntemaansa luottamusta, mikä heikentää arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta.

Easterbrookin ja Fischelin mukaan tiedonantovelvollisuuden pakollisuus on kuitenkin huono perustelu markkinaluottamukselle. He eivät ylläty argumentista, jonka mukaan erityisesti pienten ja valvetumattomien sijoittajien pääomien vetäytyminen markkinoilta haittaisi markkinoita ja taloutta kokonaisuudessaan, jos nämä pelkäävät paremmin informoitujen yritysten tai sijoittajien käyttävän asemaansa hyväksi. Näin tapahtuikin Yhdysvalloissa vuosien 1929 ja 1934 välisenä pörssilaman aikana. Kirjoittajien mukaan, ellemme kuitenkaan ole tyytyväisiä siihen, että *post hoc, ergo propter hoc*, emme voi pysähtyä tähän²⁴⁴.

²⁴³ Tämän vuoksi *Dasguptan*, 51, esittämä näkökanta, jonka mukaan luottamus perustuu maineeseen (reputation), jonka tiedonantaja on hankkinut, ei päde toimittajan kohdalla. – Toimittaja ei menetä mainettaan useankaan virheellisen jutun vuoksi (vaikka kirjoittaisi omalla nimelläänkin), koska juttua tarkastellaan ao. median juttuna ja koska on lukuisia medioita, jotka seuraavat uutisoidussa tapauksessa vain yhtä yhtiötä.

²⁴⁴ Sananmukaisesti käännettynä *tämän jälkeen, siispä tämän vuoksi*. Tällä kirjoittajat tarkoittavat, että eivät ole sitä mieltä, että peräkkäisyys aiheuttaa seuraamuksen, on keksittävä muu selitys.

Selitys, jonka mukaan ilman julkistuspakkoa petollinen menettely olisi välttämätöntä, ei *Easterbrookin* ja *Fischelin* mukaan pidä paikkaansa. Petollista menettelyä on ollut aina. Jotta pakollisella tiedottamisella voitaisiin perustella markkina-luottamusta, tulisi osoittaa, että tiedonantovelvollisuuden aikaansaama vilppien vähennys on arvokkaampaa kuin sen valvonnasta aiheutuvat kustannukset. Ilman tällaista analyysia mikään regulointi ei ole perusteltu. Se olisi samaa kuin väittää, että auto-onnettomuudet vähenisivät vaatimalla kaikkien autojen valmistamista viiden tuuman teräslevyistä.²⁴⁵

Markkina-luottamuksessa on kuitenkin kyse pikemmin *tasapainosta* kuin absoluuttisesti ja laskennallisesti osoitettavasta asiasta.²⁴⁶ Laskennallinen näkökulma on tärkeä, mutta käyttökelpoinen vain suuntaa-antavana, karkeana tuntumana. On ehkä mahdollista laskea, kuinka paljon maksaa autojen valmistaminen viiden tuuman teräslevyistä, mutta menetettyjen ihmishenkien arvon laske-misessa on kyse yhteisön arvoista kuten markkina-luottamuksessakin. Tämä merkitsee, että kaikkia informaation kustannuksia ei voida mitata suhteessa markkina-luottamuksen säilyttämiseen.

Toiseksi, Yhdysvalloissa saattavat tiedonantovelvollisuuden valvontakustannukset olla huomattavasti suuremmat kuin Euroopassa, jossa yhteisöjen koherenttius alentaa valvontakustannuksia, jotka ovat pienemmät kuin valvonnasta aiheutuvat hyödyt. Koherenttius perustuu yhtenäisempään kulttuuri- ja oikeus-perintöön ja pitkään historialliseen traditioon. Tämän tradition ja koherenttius-tien kustannuksia alentavien vaikutusten hyödyntäminen edellyttää luottamuksen käsitteen tutkimista nyky-ympäristössä. Koska tiedolla on keskeinen asema luottamuksen synnyssä ja säilymisessä, on tutkittava kaikkien markkinaosa-puolten suhdetta tietoon. Tätä on tutkittava sitä ahkerammin mitä nopeammin länsimainen yhteiskunta Euroopassa globalisoitumisen myötä muuttuu.

²⁴⁵ *Easterbrook – Fischel* 1998, 296–297, huomauttavat lisäksi, että 50 vuoteen [Yhdysvalloissa] sääntelyn kannattajat eivät ole tieteellisesti kyenneet osoittamaan tiedonantovelvollisuuden net-tohyötyä, joka olisi vähentänyt vilppiä tai lisännyt luottamusta.

²⁴⁶ Laskennallisten ja ”pehmeiden” arvojen vertailu on ylipäänsä tosin vaikeaa. Taloudellisen analyysin tavanomaisen kritiikin implisiittisenä olettamuksena on, että olisi olemassa jokin toinen analyysitapa, joka kykenisi huomioimaan kaikki relevantit vaikutukset, yhdistämään ne monimutkaisella tavalla antaen kullekin tekijälle oikean painotuksen ja samalla kuitenkin välttämään ilmeisen relevanttien vaikutusten kvantifioinnin. Tämä on epätodennäköistä, mutta siitä huolimatta ei merkitse, ettei pehmeillä arvoilla olisi merkitystä. Ongelmasta *Kaplow – Shavell*, 454.

4.2 YHTIÖNTIETO

Yhtiöntiedolla tarkoitetaan laajasti kaikkea yhtiön liiketoiminnassaan keräämää tietoa, jota yhtiön johto käyttää päätöksenteossaan. Se ei siis tarkoita ainoastaan niitä tietoja, jotka yhtiö on omasta toiminnastaan julkistanut pörssitiedotteena. Yhtiölle muodostuu paitsi raakatietoa (laskenta- ym. informaatiota mm. tuotannosta, markkinoista, asiakkaista, henkilöstöstä), myös näistä tiedoista jalostettua, tiivistettyä tietoa, joka on muokattu yhtiön strategiaksi ja liiketoimintasuunnitelmiksi.

Yhtiön listautuessa sen johto havaitsee, että se ei voikaan enää puhua vapaasti kulloisenkin tilanteen tai kuulijan edellyttämällä tavalla. Listaamattoman yhtiön ei ehkä aiemmin tarvinnut miettiä, millainen kuva siitä yhtiön ulkopuolella yleensä syntyy. Käsitys tuotteesta, toimitusvarmuudesta ja palvelusta oli asiakkaalle ja sidosryhmille riittävä tieto, jonka ylläpidosta yhtiö kantoi vastuuta. Kukin yhtiön edustaja sovelsi tätä informaatiota kulloiseenkin tilanteeseen asiakkaan odotuksia tyydyttävällä tavalla. Tieto oli helposti ja pragmaattisesti eriytetty muista yhtiötä koskevista tiedoista. Yhtiölle riitti asioiden pohtiminen henkilökunnan kanssa, jolle kerrottiin melko vapaasti ongelmista ja saavutetuista tuloksista.

Listautuessaan yhtiölle avautuu uusi tilanne.²⁴⁷ Se joutuu rajoittamaan avoimuuttaan ja informaation jakamista. Se joutuu määrittelemään oman sisäpiirinsä: AML:n perusteella siihen kuuluvat lakimääräisten sisäpiiriläisten lisäksi yhtiön määrittelemät ns. määrätty sisäpiiriläiset sekä henkilöt, jotka yhtiö on tilapäisesti merkinnyt hankekohtaiseen rekisteriin.²⁴⁸

Arvopaperimarkkinoilla tämä ei käytännössä ole kuitenkaan riittävä toimi yhtiöntiedon menestykselliseksi hallinnoimiseksi. Yhtä keskeinen seikka on, että yhtiö laatii sijoittajia varten sijoitustarinan, *investment storyn*, jossa yhtiö kuvaa, millä markkinoilla se toimii, mitä tarpeita se tyydyttää ja millä voimavaroilla, mitkä sen vahvuudet ovat sekä mikä liiketoiminnan dynamiikassa on keskeistä. Ei enää riitä, että se tuottaa hyviä tuotteita ja kertoo niistä asiakkaille, vaan se joutuu listautuessaan tarjousesitteessä käymään läpi syyt, *miksi yhtiöön kannattaa sijoittaa*, ja tekemään sen totuudenmukaisesti ja johtamatta sijoittajaa harhaan. Nämä syyt ovat yhteydessä yhtiöntiedottamisen kannustimiin.

²⁴⁷ Listautumiseen valmistautumisesta yhtiön sisäisenä hallinnon kehitysprosessina ks. *Haussila*, 246 ss.

²⁴⁸ Helsingin pörssin sisäpiiriohje 3:3. – *Kågerman*, 199, mainitsee esimerkkeinä selektiivistä informaatiota saavista sisäpiiriläisistä ”– större aktieägare eller tilltänkt aktieägare vid sondering inför en planerad nyemission, bank inför en viktigare kreditgivning, ratingföretag om informationen behövs för kreditvärdighetsbedömning, rådgivare som arbetar med prospekt etc., potentiell budgivare, innebärande bl. a. att due diligence -undersökning kan tillåtas i samband med förhandlingar om ett offentligt uppköpserbjudande – Alla som får selektiv information skall informeras om att de därmed blir ’insiders’”. [Vrt. due diligence -prosessin julkistamiskysymyksestä, luku 8.3.]

4.2.1 Tiedottamisen kannusteet

Listauduttaessa kaikki yrityksestä eri kohderyhmille lähtevät viestit (kohderyhminä henkilöstö, asiakkaat, media, sijoittajat, muut rahoittajat) alistetaan ja keskitetään tiukkaan kontrolliin uusien osakkeenomistajien houkuttelemiseksi. Yrityksen liiketoiminta ja vahvuudet kuvataan tällöin kirjallisesti usein ensimmäistä kertaa niin tarkasti kuin säännökset edellyttävät. Listautumisen jälkeen yhtiön tiedottamisvastuu hajautuu jälleen funktionaalisesti ao. henkilöille. Tiedonantovelvollisuuden pyrkimys tuottaa informaatiota osakkeen oikean arvon muodostamiseksi on kuitenkin edellytys osakkeenomistajien omaisuuden oikealle kehitykselle ja siksi olennaisista asioista tiedottaminen keskitetään yleensä johdolle.

Arvopaperimarkkinoiden pyrkimyksenä on, että noteeratun yhtiön arvo markkinoilla olisi aina luotettavasti määritettävissä. Yritysjohdolle osakkeen oikea hinta on usein kuitenkin vain välillinen tavoite. Siksi yksittäisen tiedon julkistamisessa yhtiö voi toimia hetkellisesti hyvinkin opportunistisesti. Jatkuvan opportunistisen toiminnan etuja ei kuitenkaan voida ennakoida.

Arvopaperimarkkinoiden tehtävästä avautuu tiedonantovelvollisuudelle useita sekä lyhyen että varsinkin pidemmän tähtäimen kannusteita. Yhtiön listautuessa lyhyen aikavälin kannuste tiedottamiseen on saada haluttu määrä sijoittajia osakkeenomistajiksi. Lisäksi pyritään siihen, että sijoittajat olisivat laadullisesti niitä, joita on yhtiön omistajiksi haluttu. Seuraavassa on lueteltu joukko tiedonantovelvollisuuden yksittäisiä kannusteita sekä keinoja, joilla niihin voidaan yrittää vaikuttaa.

Taulukko 2. Tiedottamisen kannusteet ja keinot arvopaperimarkkinoilla

<i>Tiedottamisen kannusteet</i>	<i>Tiedottamisen keinot</i>
Laaja vaihto	Aktiivinen tiedottaminen
Oikea hinta	Asioiden esittäminen oikeassa suhteessa
Rahan saanti	IR-storyn laadukkuus
Riittävä määrä omistajia	Road show
Laaja kiinnostus	Maineesta huolehtiminen
Kurssi oikeassa suhteessa yhtiön kehitykseen	Taustojen kertominen
Tasainen kurssikehitys	Säännöllisyys, suunnitelmallisuus
Omistajakunnan painottaminen	One-to-one -tapaamiset, road show
Sijoitustutkimuksen laatu	Analytikkotapaamiset, analyysien tarkistaminen
Odotusten ohjaus	Markkinaseuranta
Julkisuuden kiinnostus	Mediasuhteiden ylläpito

Edellä olevassa taulukossa tiedottamisen kannusteita on esimerkinomaisesti tarkasteltu siten kuin hyvin hoidetun yhtiön odotetaan käyttävän tiedottamiskeinoja tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa. Vaikutus ei kuitenkaan ole suoraviivainen siten, että kun keino otetaan käyttöön, niin kannusteena ilmaistu tavoitekin toteutuu. Kannusteen valinta riippuu liiketoiminnan tavoitteista. Lisäksi ennen kuin yhtiö voi ottaa kannusteen tavoitteekseen, myös taustatekijöiden täytyy olla kunnossa (Esimerkiksi laaja vaihto ei ole mahdollinen, jos omistus on ns. sementoitunut. Riittävä määrä omistajia taas puolestaan edellyttää esimerkiksi, että osakkeen pörssierän hinta ei ole liian korkea). Tiedottamisen kannusteet ovat siten yleisiä, eikä niitä välttämättä, joka tilanteessa ja joka yhtiöön voi edes soveltaa. Kunkin kannusteen ja keinon toteuttaminen on erilaista eri liiketoiminnoissa.

Kannusteena ”oikea hinta” voi johtaa yhtiön korostamaan tasapainoisen kuvan sijasta ensi kädessä vahvuuksiaan. Vahvuuksien korostaminen voi antaa sijoittajille mahdollisuuden huomata yhtiön todellinen arvo, jos yhtiö kokee olevansa aliarvostettu. Markkinan tehtäväksi jää osoittaa yhtiön heikkoudet, joihin yhtiö puolestaan valmistautuu vastaamaan. Lähtökohtaisesti yhtiön edellytetään kuitenkin kertovan itsestään tasapainoisesti, asioiden merkityksen suhteessa, mutta ei kuitenkaan puolueettomasti. Kannusteena ”rahan saanti” merkitsee, että yhtiö kiinnittää huomiota oman liiketoimintansa kertomisen jalostamiseen, jotta liiketoiminta olisi helposti ymmärrettävissä ja jotta tiedon esittäminen ja jakelu olisivat tehokkaita. Kannusteena ”riittävä määrä omistajia” merkitsee yhtiön sanoman esilläpitämistä siellä, missä potentiaaliset sijoittajat ovat. Ilman markkinaseurantaa ei osapuolten odotuksiin voida kuitenkaan reagoida eikä niitä ohjata. Monet kannusteista eivät edellytä uusien tietojen julkistusta, vaan vanhojen, jo julkistettujen tietojen muotoilemista uudelleen ja toistamista. Pitkäjänteisyyden merkitys näkyy siinä, että kun yhtiön johto alkaa jo kyllästyä yhtiön tarinan kertomiseen, alkavat muut markkinaosapuolet vasta ymmärtää, mistä on kysymys.

Kannusteesta riippuen yhtiö painottaa tiedottamisessaan eri keinoja. Laajan kiinnostuksen aikaansaaminen vaatii, että yhtiön maine on kunnossa. Mainesta huolehtiminen merkitsee tiedottamisessa esimerkiksi yhtenäisen yrityskuvan vaalimista. Jokaisen yhtiön maine rakentuu liiketoiminnasta ja sen tilanteesta käsin. Tiedottaminen on jatkuvaa yhteydenpitoa ja julkistetun tiedon prosessoinnista eri markkinaosapuolten kanssa. Näin yhtiö hankkii markkinoilta palautetta siitä, miten johto on onnistunut toiminnassaan ja miten tiedottamista voi omassa liiketoiminnassa kehittää.

Listautumisvaiheen jälkeen pitkän aikavälin tiedottamisen kannuste voi olla esimerkiksi tulevien investointien mahdollistaminen ja uskottavuuden hankkiminen pörssinoteerattuna yhtiönä. Kaukaisempaan tiedonantovelvollisuuden tavoitteena oleva osakkeen oikea arvo tai vaihdon lisääntyminen edellyttävät jatkuvaa yhtiön osakkeeseen kohdistuvan kiinnostuksen ylläpitämistä. Tämä

puolestaan vaatii, että analyytikot ovat kiinnostuneita osakkeesta ja tekevät yhtiöstä sijoitustutkimuksia, jotka mahdollisimman hyvin tulkitsevat yhtiön tilaa ja sen näkymiä. Siksi yhtiö tavallisesti pyrkii siihen, että suuria eroja markkinoiden ja johdon käsitysten välillä ei esiintyisi.

Tiedottamisen kytkeminen vain yhteen tai kahteen kannusteeseen ei kuitenkaan anna oikeaa kuvaa tiedonantovelvollisuuden toteuttamisesta. Yhtiön julkisuus ja osakkeen noteeraaminen pörssissä vaikuttavat yhtiöön kokonaisvaltaisesti. Yhtiön kannusteena tiedottamiseen toimivat samanaikaisesti ja hieman epämääräisesti *kaikki kannusteet*.

Healy ja *Palepu* ovat koonneet tähänastisista tutkimuksista kaikkiaan kuusi hypoteesia vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen erilaisista kannusteista sekä esittäneet niitä koskevat näytöt.²⁴⁹ Nämä hypoteesit antavat toisenlaisen kuvan tiedottamisen kannusteista, mitä arvopaperimarkkinoiden tehtävästä edellä on pyrittä johtamaan.

- 1) *Pääomamarkkinoiden transaktiohypoteesin* mukaan sijoittajien käsitukset yhtiöstä ovat tärkeitä yhtiön johdolle, joka suunnittelee laskevansa liikkeelle joukkovelkakirjalainan tai osakeannin tai joka aikoo käyttää omia osakkeita maksuvälineenä toisen yhtiön hankkimiseksi. *Lang* ja *Lundholm* ovat analysoineet osakkeita liikkeeseenlaskevien yhtiöiden tiedotusta ja havainneet, että tiedottamisen määrä lisääntyy merkittävästi kuusi kuukautta ennen liikkeeseenlaskua. Erityisen selvästi näin tapahtuu niiden yhtiöiden kohdalla, jotka ovat olleet aiemmin varovaisimpia tiedottamisessaan.²⁵⁰
- 2) *Yhtiönvastuuhypoteesin* mukaan sijoittajien mielestä johto on vastuussa osakekurssista. Tämän vuoksi johto käyttää tiedotusta vähentämään yhtiön aliarvostusta osakemarkkinoilla ja selittämään yhtiön huonoa tuloskehitystä. Vaikka *Weisbach* on osoittanut, että toimitusjohtajien vaihtuvuus on yhteydessä huonoon osakekurssin kehitykseen²⁵¹, *Healy* ja *Palepu* toteavat asiasta olevan vain vähän tutkimuksia.
- 3) *Osakekompensaatiohypoteesin* mukaan johdon kompensatiomallit kannustavat johtoa tiedottamaan vapaaehtoisesti. Sisäpiirirajoitukset kannustavat johtoa korjaamaan mahdollista osakkeiden aliarvostusta julkistamalla vapaaehtoista informaatiota ennen osakeoptioiden lunastamista. *Noe* on osoittanut, että johdon tulevaisuuden näkymiä sisältävät tiedotteet liittyvät ajallisesti yhteen sisäpiiriläisten osakekauppojen kanssa.²⁵² *Aboody* ja *Kasznik* ovat puolestaan osoittaneet, että johto viivyyttää hyvien uutisten kertomista ja jouduttaa huonojen

²⁴⁹ *Healy – Palepu*, 420–425.

²⁵⁰ *Lang – Lundholm*, 3.

²⁵¹ *Weisbach*, 431 ss.

²⁵² *Noe*, 305–327.

uutisten kertomista ennen osakeoptioiden lunastusajankohtia, jolloin johto pääsee lunastamaan osakkeet halvemmalla.²⁵³

- 4) *Oikeudenkäyntikulujen hypoteesi.* Osakkaiden kanteiden uhalla katsotaan olevan kaksi vaikutusta johdon tiedonjulkistamiseen. Ensiksi oikeustoimet johdon puutteellista tai viivästyntä tiedonjulkistusta vastaan voivat saada yhtiön julkistamaan tietoa vapaaehtoisesti. Toiseksi oikeustoimien uhka voi vähentää johdon halua julkistaa tietoja yleensä ja erityisesti tulevaisuutta koskevia tietoja. *Skinner* on tutkinut ensimmäistä ja päätynyt väitteeseen, jonka mukaan huonoja tuloksia uutisoivat yhtiöt julkistavat tietoja etukäteen vähentääkseen mahdollisia oikeudenkäyntikuluja.²⁵⁴ *Healy* ja *Palepu* suhtautuvat tämän hypoteesin näyttöön varovaisesti.
- 5) *Johdon signalointihypoteesi.* *Truemanin* mukaan kyvykkäillä johtajilla on erityinen tarve julkistaa tulosennusteita osoittaakseen erityislaadunsa (to reveal their type). Sen seurauksena on, että mitä aiemmin sijoittajat päättävät johdon havaitsevan ympäristöä koskevaa informaatiota, sitä parempana he pitävät myös johdon kykyä ennakoida muitakin tulevia muutoksia ja sitä korkeammaksi yhtiön markkina-arvo kasvaa.²⁵⁵
- 6) *Hallintakustannusten hypoteesi.* Lukuisat tutkimukset olettavat, että yhtiön päätökseen julkistaa tietoja sijoittajille vaikuttaa huoli siitä, että tiedot vahingoittavat yhtiön kilpailuasemaa markkinoilla. Tietoja ei julkisteta siitä huolimatta, että se saattaa vaikeuttaa mahdollisuuksia hankkia uutta pääomaa. Laajoista tutkimuksista huolimatta *Healy* ja *Palepu* eivät löydä suoraa todistusaineistoa hallintakustannusten hypoteesia tukemaan.

Jo pelkästään edellä mainitut hypoteesit osoittavat, että syitä johdon tiedonjulkistukselle voi olla useita. Nämä hypoteesit osoittavat, että yhtiöillä on lukuisia, esiintymistiheydeltään tilastollisesti merkittäviä vaikuttimia. On ilmeistä, että vaikuttimet vain esiintyvät harvoin yhden yhtiön kohdalla puhtaina, vaan ne voivat esiintyä rinnakkain tai olla kokonaan esiintymättäkin.

Verrattaessa nyt edellä mainittuja hypoteeseja kappaleen alussa mainittuihin kannusteisiin, voidaan havaita, että kun arvopaperimarkkinoiden tehtävästä avautuvat kannusteet ovat luonteeltaan pitkävaikutteisia, ovat tutkimuksin perustellut hypoteesit johdon tiedottamismotiiveista pikemmin lyhytvaikutteisia. Näin hypoteesit näyttäisivät vahvistavan käsitystä siitä, että myös *yhtiön johdon tiedottamisen kannusteet korostavat pistemäistä käsitystä tiedonantovelvollisuudesta*. Miksi johdon pitäisi kantaa huolta sijoittajien pitkäjänteisestä yhtiöntiedosta ja osakkeen pitkäaikaisesta oikeasta arvostuksesta, kun tiedottamisen käyttö puree hyvin akuuttiin tarpeeseen?

²⁵³ *Aboody – Kasznik*, 73–100.

²⁵⁴ *Skinner*, 38–61.

²⁵⁵ *Trueman* 1986, 53–72.

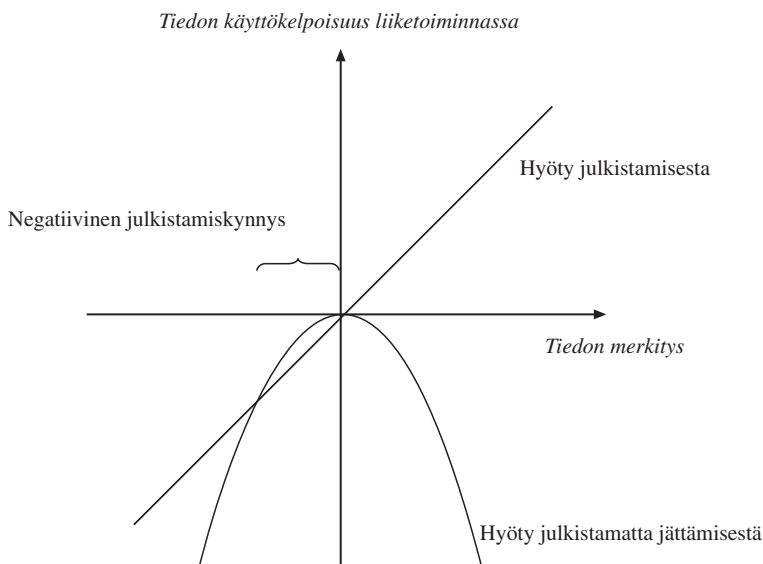
Johdon pistemäistä käsitystä tiedonantovelvollisuudesta tukee lisäksi se, että kannusteet tuottavat (jos tuottavat) tuloksia vasta pitkällä aikajänteellä. Jos yhtiöllä olisikin jokin arvopaperimarkkinoiden tehtävää tukeva kannuste erityisesti mielessään, sen on vaikea yksin tiedonantovelvollisuuden noudattamisen keinoin pyrkiä kannusteen määrittelemää tavoitetta kohti ja nähdä konkreettisia tuloksia näiden keinojen käyttämisestä.

Johto joutuu ongelman eteen, jos se ryhtyy arvioimaan tiedon julkistamisen tai julkistamatta jättämisen hyödyllisyyttä. Tiedon julkistamisen odotettu hyödyllisyys on tiedon merkittävyyden lineaarinen funktio.²⁵⁶ *Milgrom* on osoittanut, että hyvä (huono) uutinen nostaa (alentaa) yleensä yhtiön arvoa ja että yhtiön arvon maksimoivalla johdolla on tämän vuoksi kannuste julkistaa kaikki hyvät uutiset ja olla julkistamatta huonoja uutisia.²⁵⁷

Julkistetun tiedon odotettu hyödyllisyys korreloi siten yhtiön arvon kanssa. Toinen vaihtoehto, olla julkistamatta tietoa lainkaan, esitetään odotettuna hyödyttömyytenä. Tämä johtuu mahdollisista oikeusprosessin tai maineen menettämisen kustannuksista, jos havaitaan, että yhtiön johto on pidättäytynyt julkistamasta tietoa osakkeenomistajille.

Ekholm ja *Pasternack* ovat kuvanneet tilannetta kaaviolla, joka kuvaa kahden vaihtoehdon (julkistaa/olla julkistamatta) hyötyjä (kaavio 4).

Kaavio 4. Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvien tietojen julkistamisen ja julkistamatta jättämisen odotettavissa olevat hyödyt



²⁵⁶ *Trueman* 1986, 55 ss.

²⁵⁷ *Milgrom* 1981, 380 ss.

Kaaviossa vertikaalisen pystylinjan vasemmalla puolella olevia tietoja ei aina julkisteta, kun taas oikealla puolella olevat tiedot kannattaa aina julkistaa, olivat ne sitten negatiivisia tai positiivisia. Vertikaalisen pystylinjan vasemmalla puolella olevat positiiviset tiedot julkistetaan herkästi, mutta negatiiviset tiedot vain harvoin. Horisontaalisen vaakalinjan yläpuolella julkistamisen vaikutus on myönteinen, alapuolella kielteinen. Johto valitsee *optimaalisen kombinaation* vaikutusten nelikentässä.²⁵⁸

Keskeiselle rajanvetoalueelle nousevat tällöin ne merkittävät kielteiset tiedot, joiden julkistamista harkitaan. Siinä, missä toisen asteen funktion kuvaaja (käyrä) on suurempi (ylittää) ensimmäisen asteen funktion kuvaajan (vinoviivan), sijaitsee ns. *negatiivinen julkistamiskynnys* (negative news threshold). Tälle alueelle sijoittuvat kielteiset tiedot, joiden olemassaolusta ei ole täyttä varmuutta, joita uskotaan voitavan puolustaa oikeudellisesti ja jotka uskotaan voitavan pitää salassa. Tällaisia ovat erityisesti liiketoiminnassa eteen tulevat yllättävät, ei-odotetut tiedot. Johto julkistaa oikeustoimien tai paljastumisen pelossa vain ne selvästi huonot uutiset, jotka menevät vertikaalisen pystylinjan oikealle puolelle, mutta jättää julkistamatta vähemmän kielteiset uutiset.²⁵⁹

Tämä havainto pitää yhtä sen käytännön kokemuksen kanssa, että yhtiöt pyrkivät kokoamaan aiemmin tapahtuneet kielteiset seikat osavuosisikatsausten yhteyteen ja muokkaamaan (verhoamaan) ne sanallisesti yleiseen muotoon niin, että niiden tietointulemisajankohdat on häivytetty. Sen sijaan myönteisiä uutisia julkistetaan helpommin sitä mukaa kuin ne ilmenevät.

Eri kannusteet voidaan yrittää ottaa huomioon tiedottamisen sisällössä, mutta suoraa vaikutusta sisällön, kannusteen ja tiedottamisen tuloksen välillä on mahdotonta näyttää toteen. Tavoitteeseen pääsemiseksi täytyy mukaan kytkeä myös muita aktiviteetteja (liiketoiminnan muutoksia, johdon julkisia tai kohdennettuja esiintymisiä, suunnitelmallista työtä), jotka eivät ole sidoksissa tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen päätöstilanteeseen.

Yksittäisten kannustimien yhteisenä tavoitteena on yhtiön uskottavuuden ja luottamuksen pitäminen tasapainossa sekä arvopaperi- että asiakasmarkkinoilla. Näin tiedonantovelvollisuuden kannustimet sekoittuvat muihin yleisiin tiedottamisen kannustimiin. Pörssitiedottamiseen liittyvää uskottavuutta yhtiö voi jossain määrin käyttää hyväksi myös asiakas- tai tuotetiedottamisen vahvistamisessa.

Ruotsalainen vaateketju Hennes&Mauritz on tunnettu varsinkin rohkeasta alusvaatemainonnastaan. Ruotsalaisen MindShare-mediatoimiston tekemän tutkimuksen mukaan H&M:n vuosina 1999–2001 tekemät mai-

²⁵⁸ Tutkimus perustuu Helsingin pörssin 15 eniten vaihdettua osaketta koskevaan 4680 tiedotteeseen (otanta vuosina 1996–2001). *Ekholm – Pasternack*, 108–109 av. 5, toteavat, että ”we recognize that the management cannot choose to withhold news items that are scheduled in advance, e.g. interim and annual reports. Hence, the ’negative news threshold’ holds only for news items that are not scheduled to be released.”

²⁵⁹ Ibid.

noskampanjat nostivat sen pörssikurssia tuntuvasti. MindShare mittasi ekonometrista mallia käyttäen mainoskampanjoiden vaikutusta H&M:n pörssikurssiin kahden vuoden ajan tavoitteenaan selvittää, onko mainosinvestointien ja pörssikehityksen välillä yhteyttä. MindSharen mukaan yhteys oli olemassa. Karkeasti sanottuna pörssikurssi reagoi jokaisen uuden kampanjan alkaessa. Vaikutus oli suurin kampanjan ensimmäisenä päivänä ja puolittui seuraavien kahden kolmen viikon aikana. Lopulta noin 90 prosenttia vaikutuksesta hiipui – kunnes uusi kampanja lähti käyntiin. Mediatoimisto ei väittänyt, että mainonnalla voidaan suoraan vaikuttaa pörssikurssisiin, vaan että näiden kahden asian välillä saattaa olla yhteys.²⁶⁰ Mainonta kielii siitä, että yrityksellä ei ole taloudellisia vaikeuksia, joten se saattaa olla hyvä sijoitus. Samalla mainonta toimii kuten yleensäkin eli tuo tietyn osakkeen sijoittajien tietoisuuteen. Kolmas hieman ristiriitaisempi teoria on, että osakkeesta tulee muodikas, kuten tietyistä brandista. Osake vahvistaa sen ostajan kuvaa itsestään samalla tavoin kuin vaikkapa Gucci-laukku.²⁶¹

Pörssitiedottamista onkin vaikea erottaa tuotetiedottamisesta kokonaan sellaisissa yhtiöissä, joissa yhtiö valmistaa tuotteita vain yhteen tarkoitukseen. Tällöin tehokkainta yhtiötä koskevaa tiedottamista on juuri tuotetietouden, sen ominaisuuksia, käyttöyhteyksiä, asiakashyötyjä ja muita tekijöitä koskevien tietojen esillä pitäminen. Tuote on tällöin sama mikrotasolla kuin yhtiö makrotasolla. Tuotetietouden tehokkuus tällaisessa yhtiössä perustuu helpompaan muistettavuuteen. Silloin tuotetiedotus on tiukasti sidoksissa pörssitiedottamiseen, vaikka se ei luonnollisestikaan riitä kattamaan kaikkea sijoittajan tiedontarvetta.

Kaikkien tiedottamisen keinojen avulla yhtiö kasvattaa luottamuspääomaansa kapitalisoidakseen, muuttaakseen sen rahaksi jossain vaiheessa joko yhtiön tai johdon eduksi. Jotta yhtiön toiminta ei tiedottamisen moninaisten keinojen vuoksi hajautuisi, yhtiö joutuu keskittämään paitsi tiedottamistaan myös sanomien sisältöjä.

4.2.2 Yhtiöntiedon perusominaisuudet: Koherenttisuus, hermeettisyys, puolustaminen, uusien arvojen luominen

Yhtiöntiedolle voidaan määritellä seuraavat perusominaisuudet, jotka yhtiö pyrkii ottamaan huomioon tiedonantovelvollisuutta toteuttaessaan. Määrittelyn avulla voidaan tunnistaa osa tiedonjulkistamisen arviointikriteerien problematiikasta, mikä on tarpeen tiedottamiseen liittyvien voimien keskinäisen jännitteen ymmärtämiseksi.

²⁶⁰ Yhteys saattaa tässä tapauksessa olla olemassa erityisesti siksi, että trendiliiketoiminnassa näkyvyys ja julkisuus merkitsevät enemmän kuin muilla toimialoilla.

²⁶¹ Kauppalehti Extra 15.4.2002: *Mainonta nosti H&M:n pörssikurssia.*

Koherenttisuus. Toteuttaessaan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta yhtiön tiedottaminen ankkuroituu ja asettuu suhteeseen aiemmin julkistettuun tietoon. Yhtiö lisää markkinoilla tietoa itsestään ja käyttäytymisestään. Tiedoista voi aiheutua myös epävarmuutta. Epäkoherentti tiedonjulkistaminen avaa usein enemmän kysymyksiä kuin mihin se vastaa. Mitä enemmän kysymyksiä, sitä enemmän epävarmuutta.

Rahoitustarkastuksen ohjeissaan asettamien reunaehtojen ja pörssin sääntöjen puitteissa yhtiö voi vahvistaa kuvaansa *kiteyttämällä sanomansa sijoittajille*, ”tuotteistamalla” sen. Ennen listautumista ei ollut niin väliä sillä, pysyikö yhtiötä koskeva yritystieto homogeenisena. Listauduttuaan yhtiö joutuu paneutumaan myös siihen, miten sitä koskeva informaatio (kuva) pysyy kaikilta osiltaan loogisena. Yhtiön sanoma ja sen sisältämä informaatio on poukkoilevaa, ellei sitä suunnitella. Jos informaatio ei pysy loogisena ja ymmärrettävänä, sijoittajien epävarmuus kasvaa, sijoittajien tuottovaatimukset nousevat ja kurssi laskee.

Yhtiöntiedon pitäminen koherenttina edellyttää paitsi syvällistä perehtymistä liiketoimintaan, myös sen näkemistä, mikä yhtiössä on kiinnostavaa, merkittävää ja millä voisi olla arvoa ulkopuolisille sijoittajille. Tämän suunnittelu ei aina kuulu yhtiön normaalin liiketoimintaosaamisen piiriin.

Bergo on tutkimuksessaan havainnut saman:

”– de børsnoterte selskapene – er gjerne ytterst profesjonelle på sine felter of derfor kompetente til å vurdere egen virksomhet og egen bransje, herunder til å se positive og negative forretningsmuligheter for seg selv. Derimot er det mange børsnoterte selskaper – kanskje særlig de små og mellomstore – som ikke har særlige forutsetninger for å vurdere hvordan ’rasjonelle investorer’ in verdipapirmarkedet vil tenke, reagere og forholde seg til ulike begivenheter.”²⁶²

Tämän vuoksi yhtiö mieluummin kertoo vain välttämättömän jotta koherenttisuustarve tulisi helpoimmin tyydytettyä. Myös yhtiön arvonmäärittäminen²⁶³ perustuu siihen, kuinka uskottavasti johto kykenee toimistaan viestittämään.

Yhtenäisen sijoitustarinan ylläpitäminen on jatkuvaa työtä, koska markkinoillakin tilanne muuttuu. Mitä kauemmin tarinan huolto on jätetty tekemättä, sitä suurempi työ sen uudelleen rakentaminen on ja sitä huonommin yhtiö kykenee vastaamaan sijoittajien sille esittämiin kysymyksiin. Yritystiedottajien ammattikunnassa tämä on merkinnyt melkoisia muutoksia viimeisten 15 vuoden aikana. Lehdistösuhteiden hoitamisen rinnalle on tullut entistä tärkeämmäksi sijoittajasuhteiden hoito samalla, kun ajankäytön painopiste on siirtynyt

²⁶² *Bergo*, 153.

²⁶³ Ks. yhtiön arvonmäärittäyksestä esimerkiksi *Copeland – Koller – Murrin* ja viestintästrategiasta sama teos, 62 ss.

tietohuoltoon, joka tapahtuu yhtiöntiedon perusominaisuuksien perusteella.²⁶⁴ [Ks. tietohuollosta tarkemmin kappaletta 5.3.]

Hermeettisyys. Kun yhtiö erottaa kulloinkin julkistettavan tiedon muista samaan yhtiöön liittyvistä tiedoista, se toteuttaa tiedonantovelvollisuutta piste-käsityksen mukaan. Kun tieto erotetaan, se pyritään samalla sulkemaan hermeettisesti. Siten tietoon liittyviä tekoja, tekemättä jättämisiä ja niiden vaikutuksia on helpompi analysoida. Myös siihen sisältyvät vastuut voidaan rajata. Muut markkinaosapuolet pyrkivät jatkuvasti haastamaan paitsi yhtiön hermeettisen tiedon myös muiden osapuolten siitä syntyneet käsitykset. Ne hakevat siitä heikkouksia, tutkivat sen vahvuuksia sekä etsivät siitä signaaleja saadaakseen arvoa itselleen. Näin osapuolet vaikuttavat myös uuden tiedon syntymiseen ja siihen, miten muut osapuolet tulkitsevat tiedon, pyrkimällä esimerkiksi liioittelemaan jonkin yksittäisen seikan merkitystä. Markkinan valokeila kohdistuu kaikkiin yhtiötä koskeviin tietoihin, *mosaiikin* tavoin muotoutuvaan kuvaan. *Yhtiö voi pitää sitä koskevat tiedot hermeettisinä*

- (1) keskittämällä yhtiön sisällä tiedon analysoinnin ja julkistamisen harvoille henkilöille, jotka samalla jatkuvasti seuraavat yhtiön kurssia ja joilla on kokemusta osakkeen arvoon vaikuttavista tiedoista ja tilanteista;
- (2) pitämällä tarkkaa rekisteriä jo julkistamistaan tiedoista;
- (3) monitoroimalla yhtiön toiminnasta markkinoilla käytävää keskustelua ja seuraamalla, onko sen sanoma tulkittu tarkoitetulla tavalla.

Markkinoiden käsitys yhtiön toiminnasta ei ole koskaan sama kuin yhtiön (itsensä), vaan *käsitys on usein enemmän kuin puutteellinen*.²⁶⁵ Kun laki kuitenkin asettaa yhtiölle normin julkistaa olennaiset osakkeen arvoon vaikuttavat seikat, tätä lausumaa on tulkittava niin, että yhtiön ei edellytetä julkistavan kaikkia olennaisia (salaisia) seikkoja, vaan ainoastaan niin paljon, että sijoittajalla on *mahdollisuus muodostaa käsitys* osakkeen arvosta.²⁶⁶ Jos markkinoilla

²⁶⁴ *Saarenpää*, 11, on käyttänyt tietohuollon käsitettä verkkoyhteiskunnassa kuvaamaan julkisen virallisaineiston maksutonta saatavuutta ja tavoitettavuutta, jotka ovat julkisen hallinnon peruspalveluita. Tietohuollossa on ongelmana kysymys siitä, ulottuuko valtiovalan perusvelvoite vain raaka-aineen tuottamiseen markkinoiden käyttöön. Kysymyksellä on merkitystä *oikeuden kehityksen* muuttuessa verkkoyhteiskunnassa yhä enemmän siihen suuntaan, että kansalliset saavat tietoa oikeuslähteistä tietoverkkojen avulla ilman välikäsiä. – Sama kysymys voi koskea myös yhtiöntietoa: tuottaako yhtiö vain raaka-ainetta markkinoiden käyttöön [ks. raakatiedon tuottamisesta, luvussa 4.4.2] ja mitä tapahtuu, kun sijoittajat voivat tehdä osto- ja myyntimääräyksiä verkon kautta ilman välikäsiä [ks. problematiikasta, luku 5.3].

²⁶⁵ *North*, 57 ja 108. Ks. myös *Timonen* 1997, 75.

²⁶⁶ Samoin *Samuelsson*, 153. – Vrt. puolestaan *Haussila*, 277, joka ilmaistessaan, että ”kaikki asiaan vaikuttavat seikat julkistetaan” tarkoittanee [kuten jatkaa], että julkistettua tietoa ei saa täydentää esimerkiksi analyytikoille järjestetyissä tapaamisissa tai yhtiökokouksissa, mikäli täydennyksenä annettun lisätiedon voitaisiin katsoa olennaisesti vaikuttavan arvopaperin arvoon.

olisi sama tieto kuin yhtiöllä, olisivat yhtiön kilpailuedellytykset myös kaikkien kilpailijoiden tiedossa. Vaikka käsitykset eroavatkin toisistaan, yhtiön on usein kuitenkin perin vaikea kommentoida kaikkea väärää tietoa (muutoin kuin julkistamalla siitä pörssitiedotteen). Se voi vain muistuttaa markkinoita siitä, mitä se on aiemmin sanonut ja pyrkiä siihen, että yhtiön ja markkinan käsitys olisi edes likipäin samansuuntainen [ks. tarkemmin kappaletta 5.3.3 yhtiötä koskevista huhuista]. Lisäksi yhtiö voi

(4) kehittää jatkuvasti yhtiön tarinaa vastaamaan muuttuvaa liiketoimintaa.

Kun liiketoimintalogiikka pitää laittaa paperille, se hahmotetaan paremmin. Usein selkeämpi tarina ohjaa liiketoimintaa tehokkaampaan suuntaan ja saattaa joskus pakottaa muuttamaan liiketoimintaa ja sen rakenteita, jopa myymään pois sellaisia osia, jotka heikentävät kuvaa ja yhtiön perustavoitteiden ymmärtämistä.²⁶⁷

Puolustaminen. Yhtiö suojaa omaa kuvaansa muiden osapuolten epäilyksiltä ja pitää mm. sen vuoksi osan tiedosta omassa hallussaan. Muiden osapuolten tehtäviin kuuluu puolestaan ankarastikin painostaa yhtiötä paljastamaan tietojaan ja etsiä julkistetun tiedon logiikasta aukkoja ja päästä hyötymään niistä. Tieto on erityisen arvokasta sille, joka on löytänyt tiedosta osan, jota muut eivät tiedä.

Keväällä 2002 ruotsalainen analyytikko Per Lindberg väitti, että jopa 70 prosenttia Nokian matkapuhelimista on viallisia. Suomalaisen tutkimusyrityksen kyselyn mukaan noin neljännes Nokian valmistamista puhelimista palautetaan huoltoon valmistusvian vuoksi. Nokian lausuntojen mukaan valmistusvikoja on huomattavasti vähemmän. Median mielestä huolestuttavaa on Nokian asenne. ”Marginaaliset” valmistusvialit myönnetään jälkikäteen pitkin hampain, osoitetaan sormella alihankkijaa ja hyökätään aggressiivisesti väitteiden esittäjää vastaan – ”yhtiön on myös nöyryyttävä, jos viallisia laitteita toimitetaan. Nokian mukaan viallisia näyttöjä koskeva ongelma huomattiin ja ratkaistiin jo helmikuussa. Asiasta ei tuolloin kuitenkaan tiedotettu laajasti.”²⁶⁸

Yhtiön velvollisuus on julkistaa tiedot, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Yhtiön ei tarvitse tämän mukaan huolehtia tiedottamisen laajuudesta, jos tiedottamismenettely muutoin täyttää pörssin menettelytapaohjeet. Yhtiön tehtävänä ei ole toisin sanoen ”markkinoida” tietojaan. Jos yhtiö tiedottaisi ongelmistaan niiden merkitystä suurentelemalla, ei yhtiöiden osakkeita ehkä enää ostettaisi.

²⁶⁷ Esim. urheiluvälineisiin erikoistuvan Amerin tupakkaliiketoiminta on vuosia ollut sijoittajien ihmettelyn aiheena, koska sillä ei ole mitään liittymäkohtia varsinaiseen perusliiketoimintaan.

²⁶⁸ Helsingin Sanomat 18.4.2002: *Ei savua ilman tulta.*

Uusien arvojen luominen. Mitä uskottavampaa yhtiön tiedottaminen on, sen tehokkaammin yhtiö voi käyttää tiedotustaan liiketoiminnan harjoittamiseen. Sijoittajat ovat valmiita maksamaan enemmän sellaisesta yhtiöstä, jonka tiedottaminen lisää sijoituksen turvallisuutta ja ennustettavuutta. Varat siirtyvät nopeammin niihin yrityksiin, jotka kommunikoivat paremmin markkinoiden kanssa.²⁶⁹ Mitä parempi osakkeen likviditeetti, sitä parempia ja tarkempia ovat usein myös sitä koskevat analyysit. Mitä pienempi osakkeen likviditeetti on, sitä vähemmän siitä tehdään analyysia.²⁷⁰

Tiedottaminen on liiketoiminnan osa-alue, joka *luo uusia arvoja* ja muuttaa yhtiötä. AML:n näkökulmasta tiedottamista voidaan toteuttaa kahdella tavalla, kun yhtiö alkaa tuottaa sijoittajalle sellaisia tietoja, joita sijoittajat *haluavat* kuulla. Ensinnäkin, yhtiö voi muuttaa liiketoimintaansa aiempaa attraktiivisempaan suuntaan esimerkiksi keskittämällä ja järjeistämällä toimintojaan sekä julkistamalla yhtiön muuttamista koskevia faktuaalisia tietoja. Tällöin yhtiö ei enää vain heijasta sitä todellisuutta, jota se elää, vaan muuttaa todellisuutta markkinoiden odotusten suuntaan.

Tällaista strategista käyttäytymistä, strategista viestintää [ks. käsitteestä tarkemmin luku 1.8] on vaikea pitää sinänsä moitittavana, koska ilman uutta suuntaa ja siitä tiedottamista yhtiön muutoskaan ei usein olisi mahdollinen, ei sisäisesti eikä ulkoisesti, ei asiakas- eikä sijoittajamarkkinoilla. On tärkeää havaita, että tiedotus kulkeekin tällöin askeleen tai kaksi todellisuuden edellä. *Tiedottaminen ei silloin enää ole vain tapahtuneiden seikkojen kertomista, vaan keino, jolla johto muuttaa (omaa ja muiden) käsitystä liiketoiminnasta.*

Toinen tapa tuottaa sijoittajien haluamia tietoja on muokata tietoja kohderyhmän kannalta paremmin hyväksyttäväksi vain näennäisesti, esimerkiksi kuvaamalla yhtiötä sellaisilla ulkoapäin haetuilla vertailukohdilla tai ilmaisuilla, joilla ei ole juuri tekemistä yhtiön varsinaisen liiketoiminnan kanssa.²⁷¹ Yritysten kiusaus ylittää markkinoiden odotukset johtaa yritykset kilpailemaan keskenään julkisuudesta ja sijoittajien huomiosta. Tämä voi ajoittain johtaa ylilyön-teihin eikä tällaista uusien arvojen luomista voida pitää hyväksyttävänä. Markkinat näyttäytyvät tästä näkökulmasta manipulatiivisena kilpailukenttänä, riskin ja hyödyn pelinä. Mitä manipulatiivisemmaksi markkinat koetaan, sitä enemmän markkinoita kohtaan koettu luottamus heikkenee. Markkinatkaan

²⁶⁹ Usein yhtiön kuulee valittavan, että yhtiö on parempi kuin sen maine tai sitä kohtaan tunnettu kiinnostus. Jos näin todella on, syy on lähes aina tiedottamisessa, tavalla tai toisella. Interaktiivisessa kanssakäymisessä markkinaosapuolten kanssa kuitenkin usein paljastuu, ettei vika suinkaan aina ole tiedottamisessa, vaan itse liiketoiminnassa tai markkinoissa.

²⁷⁰ Toisaalta *Botosan*, 1, on osoittanut, että vähän analysoitujen yhtiöiden lisääntynyt vapaaehtoinen informaatio alentaa pääomakustannuksia. Samaa yhteyttä ei ollut havaittavissa paljon analysoituissa yhtiöissä.

²⁷¹ Yhtiö voi tehdä itsestään attraktiivisemman jo sillä, että se järjestää liiketoimintansa analytiikoiden kannalta vertailukelpoiseksi muiden yhtiöiden kanssa.

eivät toimi tehokkaasti, ellei markkinoiden vapaaseen toimintaan yleisesti luoteta. Sen vuoksi kurssimanipulaation on todettu olevan hyvin vakava arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta loukkaava tekijä.²⁷²

Mitä tärkeämpää yhtiöntiedon em. perusominaisuuksien suojaaminen yhtiölle on, sitä enemmän yhtiö pyrkii *minimoimaan tiedotusriskejä toimimalla verkon tavoin*.²⁷³ Yhä useampi yritys kehittää toimintatapaa, jossa se keskittyy omistamaan vain ydintoiminnot (liikeidean, strategisten osien valmistuksen, tuotemerkin, loppuasiakkaat). Pääomaa sitovasta tuotantokoneistosta ja suuressa osasta henkilöstöstä vastaavat ulkopuoliset.

Healy ja *Palepu* näkevät, että tiukasti koordinoitujen yhtiöverkkojen, strategisten allianssien, toteuttaminen samanaikaisesti yhdessä yhtiörajojen hämärtämisen kanssa asettaa yhtiöiden kirjanpitoimenetelmät vaikeiden haasteiden eteen. Esimerkkinä tästä he tarjoavat Coca Cola Companyn ja sen pullottajien välisen verkon.²⁷⁴

Pullottajien kanssa tehtyjen yksinoikeussopimusten avulla Coca Cola on kyennyt ulkoistamaan pääomasidonnaisen, kapean marginaalin tuotannon sillä seurauksella, että pullottajien tulosmarginaali on erittäin pieni, kun taas Coca Colalla on vahva tuloksentekokyky. Kuitenkaan Coca Colan julkistama taloudellinen tulos ei heijasta oikein yhtiöiden välisiä monimutkaisia suhteita ja sitoumuksia. Sääntelylle tämä on erittäin haasteellista. Nykysääntely unohtaa nämä ongelmat heikentäen samalla mahdollisesti myös tulositoinformaation ajan-kohtaisuutta.

Mitä enemmän ulkoistaminen, alihankinta ja toimintojen verkottuminen liisääntyy yhtiössä, sitä helpompaa on yhtiöntiedon koherenttina pitäminen, koska yhtiön ei tarvitse informoida alihankkijoidensa, toisten yritysten, toiminnasta. Jos alihankkijakin on ulkoistanut toimintojaan, tiedonantovelvollisuus ei ole vain pistemäistä, vaan myös pirstaloitunutta, vaikka kaikki keskenään verkottuneet yritykset olisivat julkisesti noteerattuja.

Pörssin sisäpiiriiohjeen mukaan sisäpiirintiedolla voi olla liittymiä useaan yhtiöön esimerkiksi silloin, kun yhtiö A tekee hankintasopimuksen yhtiö B:n ja yhtiö C:n kanssa. Tiedon merkittävyyttä on arvioitava erikseen

²⁷² Kurssien vääristäminen voi tapahtua myös vääriä tietoja antamalla tai oikeita tietoja salaamalla taikka laskemalla liikkeelle erilaisia myönteisiä tai kielteisiä huhuja. Nämä vaikuttavat osakkeen kysyntään ja tarjontaan kurssitason muuttuessa vastaavasti. Tällainen menettely on sijoittajien yleisen luottamuksen kannalta ehkä kaikkein vahingollisinta, ks. *Sillanpää* 1994, 79. *Sillanpää* on myös *Teweless – Bradley*, 290, (alunperin *Leffler*) viitaten referoinut luettelon kolmesta tavoitteesta, johon manipuloinnilla perinteisesti on pyritty: 1) osakkeen kurssitason nostaminen, jotta omat aikaisemmin halvemmallä hankitut osakkeet voitaisiin myydä kalliimmalla sitten, kun kurssitaso on vakiintunut korkeammalle tasolle; 2) kurssitason tasapainottaminen (ns. tukiostoilla), jolla myöskin useimmiten pyritään pitämään osakkeen kurssi korkeammalla tasolla kuin se muutoin olisi; 3) hintojen laskeminen. *Sillanpää* 1994, 76.

²⁷³ Yrityksen verkkomallista lisää, ks. esim. *Schanze* 1986, vrt. *Timonen* 1997, 157–169.

²⁷⁴ *Healy – Palepu*, 433.

kaikissa näissä yhtiöissä. Mahdollista on, että yhtiöiden erojen (kokoerot, eri toimialat) vuoksi tieto sopimuksesta on sisäpiirintietoa B:n arvopapereita koskevana, mutta ei A:ssa ja C:ssä.²⁷⁵

Käytännössä tämä johtaa mm. siihen, että yhden yhtiön seuraamisen sijasta sijoittaja joutuukin seuraamaan useampia yhtiöitä, joiden toiminta vaikuttaa noteeratun yhtiön toimintaan. Suuret kokoerot voivat vaikuttaa siihen, että pienen mutta tärkeän alihankkijan tulosvaroitukset voi vaikuttaa suuresta yhtiöstä tehtäviin arvioihin.²⁷⁶

Keskenään verkottuneiden yhtiöiden yhteistoimintatavalla on suuri merkitys sille, miten tiedonantovelvollisuus on tällaisissa tilanteissa arvioitava. Tilanne on ymmärrettävästi toinen, jos verkottuminen on tapahtunut omistusjärjestyksessä, kuin jos verkottuminen perustuu kaupallisiin sopimuksiin ilman merkittäviä omistuksellisia siteitä. Em. tilanteessa on katsottava tosiasiallista määräysvaltaa, jolloin yhtiöllä on niukemmin mahdollisuuksia väistää tiedonantovelvollisuuttaan. Jälkimmäisessä tilanteessa taas yhtiöllä voi olla huonommat edellytykset arvioida mahdollisesti syntyvä liiketoiminnallinen haitta eikä tiedonantovelvollisuutta tule tulkita liian tiukasti.²⁷⁷

4.2.3 Yhteenvedoa

Yhtiöntieto toimii pistemäisesti parhaiten silloin, kun yhtiö pitää huolta yhtiöntiedon perusominaisuuksista (i) *koherenttisuudesta*, (ii) *hermeettisyydestä*, (iii) *puolustamisesta* ja siitä, että sillä (iv) *luodaan uusia arvoja*. Koherenttisuus ilmenee jatkuvuutena. Hermeettisyys ilmenee tulkinnan rajallisuutena siten, että vain yhtiöllä on mahdollisuus tiedon ”oikeintulkintaan”. Puolustaminen ilmentää yhtiön jatkuvaa, mutta jossain määrin yksipuolista tehtävää taistelussa, jota markkinaosapuolet tiedon ”oikeintulkinnasta” käyvät. Uusien arvojen luomisella yhtiö tuo aikomuksiaan ja näkemyksiään esille, jotta se voisi vaikuttaa muiden tekoihin jo tällä hetkellä.

Edellä mainituista yhtiöntiedon perusominaisuuksista käy ilmi, että yhtiöllä on laajat mahdollisuudet siinä, miten se tulkitsee osakkeeseen vaikuttavan informaation. AML:n puitteissa yhtiöllä on vapaus valita laajasta yhtiöntiedon joukosta olennaiset asiat ja muokata niistä julkistettavat tiedot. Tätä vapautta

²⁷⁵ Pörssin sisäpiiriohje 4.2.

²⁷⁶ Näin esim. Eimo Oyj:n tulosvaroitukset voi vaikuttaa hetkellisesti jopa Nokiaa tehtäviin johtopäätöksiin.

²⁷⁷ Vainio, 261, on hahmottanut oikeuskäytännössä esiintyneistä monenvälisyystilanteista yhteisen intressin, verkostointressin. Läheisellä sopimussyhteistyöllä voidaan toteuttaa verkottumisen perusajatuksia, mm. kustannussäästöjä ja tuotannon tehostamismahdollisuuksia kun eri sopimusosapuolien liikeintressit lähenevät toisiaan. – Tässä yhdeksi verkostointressiksi on lisätty tiedonantovelvollisuuden rationalisointi tai sen kiertäminen.

voidaan kutsua *rajoitetuksi tiedotusvapaudeksi*. Vastaavasti yhtiö joutuu tiedottaessaan olennaiset tiedot markkinoille kantamaan riskin siitä, että tiedot ovat riittävät ja olennaiset ja että niissä ilmeneviä puutteita voidaan moittia ja niistä joutua vastuuseen. Näitä kaikkeen tiedottamiseen kuuluvia riskejä voidaan kutsua *tiedotusriskeiksi*. Tiedotustapahtuma koostuu siten aina rajoitetusta tiedotusvapaudesta ja tiedotusriskistä.²⁷⁸

Tiedotusvapauden rajapintaa analysoitaessa nousee esiin kysymys, riittääkö sijoittajalle pelkästään se, että hänellä odotetaan vain olevan mahdollisuus muodostaa käsitys vai merkitseekö mahdollisuus myös sitä, että se perustuu riittävälle informaatiolle. Jos jälkimmäinen, laajempi näkemys hyväksytään, mikä on silloin oikea vertailukohta sanalle riittävä? Näkemykseni mukaan riittävälle informaatiolle ainoa hyväksyttävä vertailukohta, joka ottaa huomioon tässä tutkimuksessa esitetyn tiedon prosessinomaisen kehityksen yhtiössä, on se informaatio, jonka yhtiö on aikanaan tarjousesitteessä julkistanut [vrt. välimiesoikeuden päätös, jonka mukaan sijoittajilla oli oikeus saada tarvitsemansa tieto yhtiöstä, luku 7.4 ja toisaalta vrt. tarve päivittää aiemmin julkistetut tiedot, luku 6].

Muiden osapuolten toiminta ei paikkaa, täydennä tai muuta yhtiön tiedonantovelvollisuutta tai vastuuta, vaan palvelee asianomaisten osapuolten omaa intressiä.²⁷⁹ Muut osapuolet toimivat omissa rooleissaan, yhtiö omassaan.

Yhtiöntietoa ja sen muodostumista on siten aina tarkasteltava suhteessa toimintaympäristöönsä ja muihin markkinaosapuoliin sekä näiden vaikutuksiin yhtiön valintoihin. Yhtiö pyrkii pitämään tietonsa koherenttina, hermeettisenä ja puolustettavana samalla kun se pyrkii luomaan sen avulla uusia, liiketoimintaa tukevia arvoja ja saamaan julkistamalleen tiedolle ympäristön hyväksynnän.

Tämän tutkimuksen kannalta on merkityksellistä, että edellä mainittujen hypoteesien avulla voidaan osoittaa, että johdolla on tiedonantovelvollisuuden lisäksi monia kannusteita tiedottamiseen. Arvopaperimarkkinoiden varsinaisesta tehtävästä käsin avautuvat kannusteet ovat tavoitejärkeiltään pitkäaikaisia, kun taas käytännön tutkimukset osoittavat tiedottamisen kannusteiden olevan pikemminkin lyhytjänteisiä. Yhtiön johdon tiedottamisen kannusteet korostavat siten tiedotuksen pistekäsitystä. Pistemäinen toiminta puree hyvin yhtiön akuutteihin tarpeisiin, mutta jättää sijoittajan jatkuvan tiedontarpeen huomiotta.

²⁷⁸ Vastaava vapaus-riski-ajattelu ilmenee myös sopimusneuvotteluissa neuvotteluvapauden – vapaus aloittaa, käydä ja lopettaa neuvottelut – ja neuvotteluriskin – riski neuvotteluista aiheutuvista kustannuksista – periaatteena. v. *Hertzen*, 8.

²⁷⁹ Vrt. *af Sandeberg*, 122, jonka mukaan ”det inte kan vara rimligt att skadevållarens ansvar görs beroende av vad som publiceras i media. Avgörande borde i stället vara huruvida ansvarssubjekten vidtagit åtgärder för att korrigera uppgifterna inom rimlig tidsrymd. Skäl för lindring är sålunda att skadevållaren vidtagit riskbegränsade åtgärder för att åstadkomma en korrigering av den bristfälliga informationen. Har bristfällig uppgift offentliggjorts, varefter företrädare för bolaget publicerat korrigering av uppgiften i massmedia, torde lindring av ansvaret kunna ske, och/eller ersättningsbeloppet komma att jämkas.”

Tämä kehitys ei ole yhdensuuntainen arvopaperimarkkinoiden tehtävän mu-
kaisten pitkäaikaisten kannusteiden kanssa, jotka on kuvattu kappaleen alussa.
Myös tämä vahvistaa käsitystä, jonka mukaan *nykyinen tiedonantovelvollisuu-
den oikeudellinen tulkinta ei tue sijoittajan edellytyksiä perustellun arvion
muodostamiseksi osakkeesta*. Jotta pitkä- ja lyhytjänteiset tiedotamisen kannus-
teet saataisiin vaikuttamaan samaan suuntaan ja jotta pistekäsityksen rinnalla
myös prosessikäsityksen lisäpiirteet kehittyisivät, on tarkemmin määriteltävä
tiedonantovelvollisuuden uusia ulottuvuuksia.

4.3 SIJOITTAJAN TIETO

Yhtiön tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on antaa sijoittajalle hänen tar-
vitsemansa tiedot perustellun arvion tekemiseksi yhtiön osakkeesta ja sen ar-
vosta. Se, mitä ominaispiirteitä sijoittajalla tiedon vastaanottajana katsotaan
olevan vaikuttaa kuitenkin paljon siihen, minkälaista tietoa yhtiö porssitiedot-
teisiinsa sisällyttää ja miten asia ilmaistaan.

4.3.1 Informaatio asiantuntijoille ja maallikoille

Yhtiöinformaatio voidaan nähdä kahdella tavalla riippuen siitä, kenen katso-
taan olevan tiedon ensisijainen vastaanottaja. Tiedonantovelvollisuuden nor-
misto on laadittu silmällä pitäen sellaisia sijoittajia, joilla on hyvä tietämys
taloudesta, kuten jäljempänä todetaan.²⁸⁰ Yhtiöinformaatio on siten valtaosal-
taan (i) ns. asiantuntijaraportointia, jossa yhtiö tuottaa raakainformaatiota
asiantuntijoille niiden omien raporttien laatimista varten. Yksityissijoittajien,
maallikoiden enemmän tarvitsema (ii) päätösorientoitunut, tiivis ja ymmärret-
tävä raportointi taas edellyttää, että informaation tuottaja, yritys, valitsee ja
muokkaa informaatiota pidemmälle, jolloin päätös tiedon vaikutuksesta osak-
keen arvoon on helpompi tehdä.

Yhdysvalloissa SEC on ottanut käyttöön Plain English -säännön (selko-
kielinen englanti), joka on laadittu ohjeeksi yhtiöille niiden pyrkiessä
helpottamaan julkistettavien dokumenttien (ensi sijassa tarjousesittei-

²⁸⁰ Laista, sen esitöistä ja Ratan ohjeista kuitenkin ilmenee, että ammattisijoittajan ja yksityissi-
joittajan välillä on tehty jopa niin voimakas ero, että on aiheellista kysyä, miten toteutuu
arvopaperimarkkinoiden tavoite, jonka mukaan markkinoilla kaikki olisivat samassa asemassa
niin toimintaoikeuksien kuin toimintamahdollisuuksienkin suhteen. Rikoslakiprojektimietintö, 7.
AML 4.4:1 §:ssä on säädetty arvopaperinvälittäjän asiakkaille suuntautuvasta tiedonantovelvoli-
suudesta, joka ei kuitenkaan koske ammattimaista sijoittajaa. Asiakkaan asemaa on tarkastellut
Mäntysaari, 12–20, sijoituspalveludirektiivin ja AML:n valossa.

den) ymmärtämisestä. Sen mukaan dokumenteissa ei saa esiintyä liian teknistä tai juridista kielenkäyttöä, kappaleiden ja lauseiden tulee olla selkeitä ja lyhyitä, huomattavat riskit on julkistettava, ammattisanaston käyttö on rajoitettava välttämättömään ja otsikoiden tulee kuvata sisältöä.

Tavoitteena on saada yksityissijoittajat ymmärtämään, mitä he ostavat, ja tekemään tietoon perustuvia ratkaisuja. Plain English -säännön ajatellaan tuovan etuja kaikille osapuolille: yhtiöt voivat kommunikoida menestyksellisesti sijoittajien kanssa ja luoda heihin vahvemmat suhteet sekä alentaa lakikielen selittämisen kustannuksia. Oikeudelliset neuvonantajat puolestaan havaitsevat ja pystyvät korjaamaan virheet nopeammin. Selkokielistä tekstiä on myös helpompaa lukea verkosta.²⁸¹

On helppo yhtyä Plain English -säännön tavoitteisiin. Vaikka säännön noudattaminen voikin alentaa yhteiskunnan kokonaiskustannuksia, kun informaation hyöty lankeaa useammille, se myös väistämättä nostaa yhtiön kustannuksia. Tällainen (maallikoille laadittava) informaatio on asiantuntijainformaatioon verrattuna vähintään yhtä työlästä ellei työläämpää sen yleiskatsauksellisuuden, tietojen tärkeysjärjestykseen laittamisen ja ymmärrettävyyden parantamisen vuoksi. Tiedotuksen pistekäsityksessä yhtiön tietojen esittäminen yksittäisinä tapahtumina, niiden valinta ja painottaminen liiketoimintaa hyödyttävällä tavalla merkitsee samalla usein myös ymmärrettävyyden heikkenemistä.

Laissa määritellyn sijoittajan tiedontarpeen taustana on asiantuntijoiden tietämys, koska asiantuntijat ovat taloudellisesti tärkein arvopaperimarkkinoiden oikean hinnanmuodostuksen ”takaaja” suurten kaupankäyntivolyymiensä vuoksi.²⁸² Koska asiantuntijoiden tekemät päätökset tekevät osakemarkkinoiden reagoinnin tehokkaaksi, myös maallikoiden on katsottu hyötyvän tästä. Se on kuitenkin samalla merkinnyt, että maallikoilla ei ole mitään mahdollisuutta kilpailla asiantuntijoiden kanssa tiedon hyödyntämisestä. Heidän on vaikea arvioida tietoihin sisältyviä riskejä. Yhtiöiden ei tarvitse helpottaa ja tasoittaa tilannetta tiivistetyn informaation laatisella. Niiden ei tarvitse huolehtia edes siitä, että raakainformaatio olisi yhdenmukainen tiivistetyn informaation kanssa. Yhtiön osakkeen hinnanmuodostus perustuu ensisijaisesti toimiala- ja suhdannenäkymiin ja toissijaisesti yhtiön julkistamaan tietoon sen mukaan, kumpan markkinat kulloinkin luottavat enemmän.

²⁸¹ SEC: A Plain English Handbook, 1–4. – ”For more than forty years, I’ve studied the documents that public companies file. Too often, I’ve been unable to decipher just what is being said or, worse yet, had to conclude that nothing was being said. If corporate lawyers and their clients follow the advice in this handbook, my life is going to become much easier – – In some cases – – I suspect that a less-than-scrupulous issuer doesn’t want us to understand a subject it feels legally obligated to touch upon.” Yhdysvaltalainen miljardööri Warren E. Buffet Plain English -käsikirjan esipuheessa.

²⁸² Tämän ilmeisesti Yhdysvalloissa syntyneen tulkinnan syyksi on kirjallisuudessa holhoavasti mainittu myös se, että informaation jakaminen ”asiantuntemattomille” yksityissijoittajille johtaa helposti markkinahäiriöihin kurssien käyttäytyessä odottamattomasti massapsykologian vaikutuksesta.

Tulisiko tiedonantovelvollisuuden oikeudellisessa tulkinnassa painottaa enemmän asiantuntijoita suosivaa laajaa raportointia vai yksityissijoittajia suosivaa, valmiiksi tiivistettyä päätösraportointia?

Edellä on jo todettu, että tiedon määrä ei korvaa laatua. Osakkeenomistajat eivät kykene tekemään laajoistakaan tiedoista parempia ja tehokkaampia päätöksiä kuin yritysjohto, mutta ne voivat silti tehdä omalta kannaltaan paremmin perusteltuja, rationaalisempia ja monipuolisempia päätöksiä. Sijoittaja näkee sijoituksensa yhtiöön aina vaihtoehtona jollekin toiselle sijoituskohteelle. Hän tarkastelee yhtiötä etäämpää kuin johto ja usein myös eri aikaperspektiivillä. Hänen roolinsa on punnita yhtiön tietoja suhteessa muiden markkinaosapuolten tietoihin ja hänen vaihtoehtonsa muodostuvat sen vuoksi paljon monipuolisemmiksi kuin pelkästään yhtiön johdon liiketoimintavaihtoehdot.²⁸³

Osaketta arvioidessaan sijoittajalla on aina kaksi peruskysymystä: osakkeen riski ja tuotto. Yhtiö asettaa tiedottamista suunnitellessaan kysymykset sen sijaan näin: Kun tiedetään sijoittajan kaihtavan riskiä, miten informaatiolla voitaisiin korostaa yhtiön turvallisuutta ja kun toisaalta tiedetään sijoittajan haluavan tuottoa, miten informaatiolla voitaisiin osoittaa liiketoiminnan tuottavan. Tämän vuoksi osakkeen hinta määräytyy sen perusteella, kuinka uskottavasti kyetään viestimään. Jotta viestinnän ulkoiset, uskottavuutta keinotekoisesti lisäävät muodot eivät saisi liian suurta merkitystä yhtiönarvon muodostuksessa, on tärkeää, että informaation sisällölle asetetaan korkeat laatuvaatimukset. Muutoin yhtiö voisi käyttää pistemäisen tiedotuksen yksittäisiä (raaka)tietoja korostavia keinoja esimerkiksi osakkeen hinnan manipulointiin.

Näin asiantuntijoille suunnattu raakainformaatio on läheisesti yhteydessä tiedotuksen pistekäsitykseen. Pidemmälle muokatussa informaatiossa yhtiö joutuu sen sijaan pitämään silmällä yhtiöntiedon kokonaisuutta, tiedon prosessinomaisuutta. Tiedotuksen pistekäsityksessä *samat tiedot voivat olla toiselle tärkeitä, toiselle merkityksettömiä*. Tiedotuksen prosessikäsitys sen sijaan edellyttää, että johto arvioi, mitä tietoja se pitää yhtiön kokonaisuutta ajatellen tärkeinä julkistaa. Se ei ensi sijassa tällöin ajattele eri sijoittajien intressejä. Jos jokin tieto kiinnostaa yhtiön itse tärkeänä pitämää sijoittajaryhmää, yhtiöllä on pistemäisessä tiedonkäsityksessä houkutus kohdentaa sanomansa vain tälle sopivaksi. Silloin vaara kokonaiskuvan olennaisesta muuttumisesta ja epätasearvoisesta tiedonsaannista kasvaa. Yhtiö voi yrittää näin säädellä yksittäisten yhtiöntietojen esilläoloa ja tunnettuutta (esimerkiksi nykyomistajille tärkeä metsäomaisuus voidaan pitää piilossa sen vuoksi, että sen avulla ei saavuteta välittömiä markkinahyötyjä).

Yhtiö ei tällöin edistä tasapainoisen kokonaiskuvan syntymistä, vaan sellaisen kuvan rakentamista, joka voi tukea nykyomistajien opportunistisia etuja.

²⁸³ Vrt. *Kaisanlahti* 1999, 97, jonka mukaan johtaja on yleensä taipuvainen suosimaan vähäriskisempiä toimintavaihtoehtoja kuin mitä olisi sijoittajan kannalta suotavaa.

Sijoittajien yhtiöihin kohdistuvat erilaiset tavoitteet heijastuvat väistämättä yhtiön tiedotusharkintaan. Yhtiö kantaa vastuun mahdollisesti aiheutuneesta vinoutuneesta kuvasta.

Asiaa on tarkasteltu myös vastakkaisesta näkökulmasta.

Kun toisaalta tiedetään traditionaalisen informaatiokäsityksen toimivan heikosti sijoituskäyttäytymisen selittäjänä informaation markkinakäsityksen ollessa paremmin puolustettavissa, eikä tämä merkitse sitä, että yksityissijoittajan tiedontarvetta ei pitäisi lainkaan ottaa huomioon sääntelyä kehitettäessä? Omalta puoleltaan myönteisen vastauksen antaa *Kripke*, jonka mukaan markkinoiden ammattimaistumisen tulisi vaikuttaa aina informaation sääntelyyn ammatilaisien tarpeen määrittämällä tavalla. Hänen mielestään mitään yhtiökohtaista tiedon soveltamista ei tulisi tapahtua maallikoiden parasta ajatellen tiedon ammatillisen käyttökelpoisuuden kustannuksella.²⁸⁴

Yksityis- ja ammattisijoittajan tiedon tarpeet eivät kuitenkaan ole perusteiltaan erisuuntaisia. Päinvastoin yhtiön kiteyttämät omaa toimintaa kuvaavat selkokieliset ja liiketoiminnan kokonaisuuteen liittyvät tiedotteet auttavat kaikenlaisia sijoittajia. Lisäksi ne auttavat myös itse yhtiötä [vrt. Plain English -sääntö edellä tässä kappaleessa]. *Nuotio* on esittänyt, että kun oikeus ankkuroituu yksilön kokemuksta ja sisäistettyjä moraalivaatimuksia ilmentävälle tasolle, se varmistaa yhteyksien säilymisen asiantuntijajärjestelmän ja kansalaisen oikeustiedon välillä.²⁸⁵ Samalla tavalla on vaikea kuvitella markkinaluottamuksen säilymistä, jos ammattimaiselle ja yksityissijoittajalle suunnattu informaatio etääntyvät toisistaan. Jos molempien sijoittajaryhmien luottamuksen säilymistä ei pidetä sääntelyn kehittämisen tavoitteena, kehitys vie entistä pirstaloituvampaan ja monimutkaistuvampaan pisteinformaatioon, jota ymmärtää yhä harvempi. Kehityksen seurauksena puolestaan yhtiön valvonta käy vielä aiempaa vaikeammaksi.

Samuelsson on kuitenkin kriittinen yksityissijoittajien tiedontarpeen etusijalle asettamisessa.

Samuelsson tarkastelee informaation asemaa markkinoilla kahden eri teorian, ns. informaatiodoktriinin ja toisaalta ns. markkinadoktriinin valossa. Hänen esittämiensä näkökantojen voidaan ajatella perustuvan lähinnä jälkimmäiseen doktriiniin, kun hän päätyy seuraavaan johtopäätökseen koskien vahinkoa kärsineen asemaa.

”Det är tydligen irrelevant om den enskilde skadelidande har haft tillgång till *all* offentliggjort information eller ej. Det saknar därmed också betydelse om den skadelidande kan styrka att han förlitade på just den felaktiga informationen eller att han skulle handlat annorlunda om

²⁸⁴ *Kripke* 1973, 633 ss.

²⁸⁵ *Nuotio*, 29.

han känt till de förtigna uppgifterna. Den enda relevanta faktorn är huruvida priset på aktien varit artificiell på gå att vissa felaktiga uppgifter offentliggjorts eller att kursrelevanta data f rtigits.” [kurs. tässä]

Markkinamalli katsoo kuitenkin vain hintoja eikä yhtiön toimintaa. Se hakee vain ali- tai yliarvostettuja osakkeita vailla kytköksiä yhtiöön. Se uskoo, että kaikki tieto heijastuu hintoihin. Sen mukaan omistuksen institutionalisoituessa analyttikot suuntaavat huomionsa omistamiensa yhtiöiden toimintaan, jolloin pörssi-yhtiöiden enemmistö jää seuraamatta. *Samuelsson* ei pane painoa sille, että näillä institutionaalisilla sijoittajilla on resurssit hakea aliarvostettuja osakkeita, eikä yhtiöiden enemmistö jää analysoimatta. Päinvastoin erilaisten yhtiöiden osakkeita (nk. materiaalia) toivotaan markkinoille yleensä lisää, ja juuri materiaalin runsaus takaa informaation laajan hyödynnettävyyden myös tuote- ja palvelumarkkinoilla.

Kolmas vasta-argumentti *Kripken* ja *Samuelssonin* esittämiin näkökantoihin on julkisuuden merkityksen kasvu. Jos sijoittajat menettäisivät mielenkiintonsa seurata yhtiön asioita, informaation suuntautuessa vain ammattilaisten ehdoilla, myös yhtiöiden valvonta heikkenisi. Silloin lisääntyisivät myös mahdollisuudet opportunistiseen toimintaan. *Samuelssonin* ajatukset perustuvat Amerikassa yleiseen ja tässä ilmeisesti *Kripken* vuonna 1973 esittämään argumentointiin, jolle on sukua myös se ajattelu, että sis piirikaupat tulisi sallia, koska tällöin informaatio heijastuisi osakkeen hintoihin tehokkaimmin, kun kaikki faktat olisivat kaikkien markkinaosapuolten tiedossa.²⁸⁶

Laajasti ymmärretty tiedonantovelvollisuus ei merkitse suuren pistemäisistä, yksittäisistä tiedoista koostuvan raakainformaatiom  r n toimittamista markkinoiden käyttöön, vaan yksityissijoittajien tarvitsemaa, yhtiön pitkälle jalostamaa, tietojen asiayhteydet esiintuovaa, p  t sorientoitunutta raportointia, joka huomioi tiedon prosessinomaisen kehittymisen liiketoiminnassa.

²⁸⁶ *Mannen*, 317–327, käsitys, että sis piiris  ntely merkitsee itse asiassa tiedon arvoon perustuvaa tulonsiirtoa yhtiöiden sis piirilt  markkina-ammattilaisille, jotka ovat seuraavana ketjussa hyödyntämässä sisäpiirintietoa ennen varsinaista suurta yleisöä, on altis kritiikille. Yhtiön sis piirik  n ei ole homogeeninen. Se voi koostua eri tilanteissa erilaisista yritysfraktioista ja eduntavoittelijoista. Siksi sis piirikauppojen hyväksyminen voisi johtaa yritysten sisällä valtataisteluun, jossa päämääränä ei olisi enää yrityksen, vaan sisäpiiriin jonkin osan etu. – Ruotsalaisen konsulttitoimisto Ray&Berndtsonin ke v  ll  2002 tekemän tutkimuksen mukaan ainoastaan joka kolmas pörssi-yhtiön toimitusjohtaja usko i oman yhtiönsä hallituksen jäsenen asettavan aina yhtiön edun etusijalle. Tutkimus tehtiin niiden 160 toimitusjohtajan keskuudessa, jotka olivat astuneet tehtäväänsä vuonna 2000 tai sen jälkeen. Dagens Industri 26.6.2002: *B rs-VD:ar: Styrelsen inte lojal*. – Sisäpiirintiedon tiukka sääntely rajoittaa jokaisen tahon tiedonhy dynt mist  jo yhtä vaihetta ennen kuin tieto siirtyy markkina-ammattilaisille. Kun raja sisäpiirintiedon ja markkinatiedon välille tehdään tiukaksi, ei sis piirins  ntely merkitse tiedon arvoon perustuvaa tulonsiirtoa, koska tietoon sitoutuva arvo ei siirry mihinkään, ennen kuin se annetaan kaikille. Tilanteessa, jossa valtataistelu siirtyisi sis piirikauppojen hyväksymisen vuoksi yhtiön ulkopuolelle voi *Mannen* käsityksen markkina-ammattilaisten hyötymisestä taistelusta hyväksyä. Samalla markkinaluottamus kuitenkin alenisi kun ulkopuoliset (yksityissijoittajat) toteavat tämän.

4.3.2 Ns. huolellisen sijoittajan käsite

Rahoitusteoriassa käytetty erottelu ammatti- ja yksityissijoittajan välillä on vasta viime vuosina ilmaantunut oikeudelliseen kielenkäyttöön viranomaisohjeiden kautta. Aiemmin tietojen riittävyttä ja laatua tarkasteltiin toisella, jäljempänä esitettävällä mutta edelleen käytössä olevalla tavalla. Markkinoinnissa yksityissijoittajille suunnatulle tiedottamiselle on asetettu aina laajemmat tiedonantovelvollisuuden laatuvaatimukset kuin ammattisijoittajille suunnatulle informaatiolle.²⁸⁷ Lain esitöiden mukaan riittävillä tiedoilla arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista tarkoitetaan tietoja, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisinä ja riittävinä harkitessaan sijoituspäätöstä²⁸⁸ asianomaiseen arvopaperiin. Tiedonantovelvollisuus kohdistuu sen sijaan henkilöihin, joilla on kokemuksensa nojalla edellytykset arvioida, mitä tietoja *huolellinen sijoittaja* tässä tapauksessa pitäisi riittävinä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina.²⁸⁹

Huolellisen sijoittajan käsite voidaan lain esitöiden pohjalta kiteyttää seuraavasti:

Huolellinen sijoittaja on henkilö, jolla arvopaperimarkkinoita tuntevana ja kokemuksensa nojalla on edellytykset arvioida, mitkä tiedot ovat riittäviä ja merkityksellisiä harkittaessa sijoituspäätöstä asianomaiseen arvopaperiin.

Huhtamäki kiinnittää huomiota arvopaperien markkinoinnin yleislausekkeen ja toisaalta sitä täydentävän tiedonantovelvollisuuden eroihin arvopaperin liikkeenlaskemisen yhteydessä. ”Vaikka yleislauseke kattaa kaikki arvopaperien markkinointiin liittyvät tilanteet mukaan lukien liikkeellelaskun, on sijoittajan-suojan kannalta silti jossain määrin ongelmallista, että keskeisten lainkohtien

²⁸⁷ Tietojen oikeellisuutta, laajuutta ja esitystapaa on arvioitava ankarammin silloin kun on kyse suurelle yleisölle suunnatusta markkinoinnista kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat ammatilliset sijoittajat tai muut asiantuntijat, HE 157/1988, 25.

²⁸⁸ Sijoituspäätökseen voivat vaikuttaa suuri joukko erilaisia asioita, jotka tässä tutkimuksessa joudutaan ohittamaan. Joitakin merkittäviä tekijöitä voinee kuitenkin yleisesti luetella: yleinen poliittinen kehitys, taloudellinen tilanne, (työllisyys, bkt:n kehitys, teollisuuden investoinnit, kuluttajien luottamusindeksi jne.), kurssien yleinen kehitys kotimaassa ja ulkomailla, yhtiön johdon toimenpiteet, kilpailijoiden toimenpiteet, pääomamarkkinoiden tilanne yleensä (lainamarkkinoiden kehitys, korkotaso, kiinteistöjen hinnat), yhtiön oma kehitys (markkina-asema, kysynnän kehitys, tuotteiden kannattavuus, rahoitus, tulos), odotettu kurssikehitys lyhyellä ja pitkällä aikavälillä, likviditeetti, vaihtoehtoiset sijoituskohteet, veroseuraamukset, osakkeen kysynnän ja tarjonnan muutokset. SOU 1973: 60, 156.

²⁸⁹ HE 157/1988, 25. – Käsite huolellinen henkilö lienee otettu ensi kerran arvopaperimarkkinolainsäädäntöön Yhdysvalloissa vuonna 1933, jolloin oli ilmeistä, että pankkiirin ura oli elämäntapa ja jolloin ihmisten liikkuvuus tehtävästä toiseen oli paljon hitaampaa kuin nykyisessä nopeasti muuttuvassa työelämässä.

kohderyhmämäärittelyt poikkeavat toisistaan. Käytännössä tämä on johtanut siihen, että eräiden emissioiden liikkeellelaskijat ja järjestäjäpankit ovat pyrkineet täyttämään vain 2:2 §:n vaatimukset 'riittävästä tiedosta' ja kuvitelleet sen riittävän myös markkinointisäännöksen tyydyttämiseksi. – Kun valtaosa suomalaisista sijoittajista ei lukeudu niihin, joilla 'kokemuksensa nojalla' on edellytykset arvioida, mitä tietoja huolellinen sijoittaja 'kussakin tilanteessa pitäisi riittävänä', on sekä markkinointi-informaation että tarjousesitteen rima alitettu. Tämä korostuu erityisesti sellaisissa tapauksissa, joissa liikkeellelaskijan, järjestäjäpankin ja avustavien markkinointi- ym. asiantuntijoiden yhteisissä kokouksissa on *kohderyhmäksi nimenomaan valittu sellaisia piensijoittajia*, joilla ei ole kokemusta arvopaperimarkkinoista yleensä. –” Ristiriidasta *Huhtamäki* tekee johtopäätöksen, että yleisölle kohdistettu markkinointi voi olla harhaanjohtavaa silloinkin, kun vastaava tietojen antaminen arvopaperimarkkinoiden asiantuntijoille ei sitä välttämättä olisi.²⁹⁰

Vaikka em. huolellisen sijoittajan käsite tietojen riittävyyden arvioinnissa esiintyy ainoastaan arvopapereiden liikkeellelaskua ja markkinointia koskevien perustelujen sekä Ratan kannanottojen yhteydessä, tuntuisi vaikealta ajatella, että vastaavaa ei olisi ajateltu sovellettavaksi myös jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhteyteen. Tällöin muodostuu sama ristiriita, minkä *Huhtamäki* on todennut markkinoinnin yleislausekkeen ja liikkeellelaskua koskevan tiedonantovelvollisuuden välillä. Jos huolellisen sijoittajan käsitettä sovelletaan myös jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen (kuten käytännössä tapahtuu), se on ristiriidassa paitsi pörssin ohjeiden (”tarkoitus on, että *kaikilla* markkinoilla toimivilla on käytettävissään samanaikaisesti riittävä ja oikea tieto” HAOS 4.111, kurs. tässä) myös Ratan kannanoton (”– pyritään turvaamaan markkinoilla toimivien sijoittajien – mahdollisuus tiedonsaantiin”²⁹¹) kanssa.

Jauhiaisen mukaan huolellisen henkilön kriteeri sopii jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen siksi, että ensisijainen tavoite on arvopaperin oikean hinnoittelun turvaaminen jatkuvassa kaupankäynnissä²⁹², ts. huolellinen sijoittaja turvaa oikean hinnoittelun.

Näin tapahtuukin, kun sijoittajien joukko yhdessä mutta toisistaan tietämättä tekee arvopaperia koskevat päätökset. Jotkut arvottavat julkaistun tiedon korkealle, jotkut alemmas, ja vasta yhdessä muodostuu teorioiden mukaan ns. oikea hinta. Yksittäisten henkilöiden sijoitushorisontti ja riskinkantokyky voivat kuitenkin poiketa toisistaan suuresti ja siten myös heidän käsityksensä tiedon olennaisuudesta. Ei ole siten olemassa sellaista yhtä huolellista henkilöä, joka olisi koko markkinoiden keskiarvo ja joka voitaisiin valita edustamaan

²⁹⁰ *Huhtamäki* 1993a, 78–79.

²⁹¹ Rata Kannanotto K/42/2002/PMO: 1:3.

²⁹² *Jauhiaisen*, 4–5.

tällaista asiantuntemusta. Yhteen huolellisen henkilön ihanteeseen turvautumalla aiheutetaan riski oikeudellisen arvioinnin tasapuolisuudelle²⁹³, ellei käsite viittaa markkinoiden kokonaistoimintaan.

Yksikään tiedon riittävyyden arviointitilanne ei ole täysin samanlainen. Vasta lukuisten samankaltaisten oikeustapausten kautta voisi teoriassa muodostua käytäntö, jolloin voitaisiin todeta, millaisena ns. huolellisen henkilön toimintaa olisi pidettävä.²⁹⁴ Oikeustapausten vähäisen lukumäärän vuoksi tätä on pidettävä epätodennäköisenä. Arvopaperimarkkinoiden anonyymista luonteesta johtuen asiaan liittyy myös toinen ongelma: Sijoittajat muodostavat yhdessä huolellisen henkilön, jonka näkymättömän ja anonyymien toiminnan tuloksena markkinoilla syntyy osakkeille arvo. Tämän mukaisesti huolellista henkilöä ei edes voisi palauttaa ideaaliuoppiseen henkilöön, vaan kyseessä on käsite, joka viittaa markkinoiden kokonaistoimintaan.²⁹⁵

Rahoitustarkastuksen mukaan huolelliselle ja/tai valistuneelle sijoittajalle on asetettu kaksi kriteeriä. Ensiksikin hänellä on kohtuullinen ymmärrys liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta ja toiseksi hän on halukas tutustumaan kohtuullisen tunnollisesti annettuihin tietoihin.²⁹⁶ Edellä on jo todettu, kuinka yhtiöiden tietojen tulkitseminen on toimialakohtaista. Liiketoimintaa on monenlaista ja -kokoista. Siksi pelkkä ymmärrys liiketoiminnasta ei kerro riittävästi. Myös se, millä tavalla arvioidaan halukkuus tutustua annettuihin tietoihin, on epäselvää.²⁹⁷

Huolellinen sijoittaja -käsite ei tee eroa ammatti- ja yksityissijoittajan välillä, eikä siten ole selvää, miten huolellinen ammatissijoittaja eroaa huolellisesta yksityissijoittajasta. Jos hankkeesta on kerrottu hyvin niukasti, ammatissijoittajat osaavat tiedotuksen pistemäisyydestä huolimatta pitää hankkeen yhtiötä koskevissa arvioinneissa pitkään mukana, yksityissijoittajat sen sijaan eivät. Tämän vuoksi yhtiöllä olisi velvoite muistuttaa yleisöä riskipitoisista seikoista

²⁹³ *Rikosoikeudessa* markkinoinnin kohderyhmien valinta on pyritty ottamaan huomioon siten, että markkinointitoimenpiteiden vaikutusta arvioidaan sen *kohderyhmän keskivertoedustajana*.

²⁹⁴ *Tabak – Dunbar*, 5.

²⁹⁵ Markkinoilla yleensä katsotaan likviditeetin turvaamiseksi tarvittavan kaikenlaisia sijoittajia, lyhyt- ja pitkäjänteisiä, spekulanteja ja pysyviä sijoittajia. On kysyttävä, miten huolellisen henkilön käsite voi sopia yksittäiseen henkilöön vai hyväksytäänkö se, että tällaisen henkilön prototyyppit voivat tulla täysin päinvastaisiin johtopäätöksiin osakkeen arvosta. – Myös *Gordon – Kornhauser*, 764–765, ovat kritisoineet huolellisen henkilön käsitettä sanoen sen perustuvan väärään uskoon markkinoiden tehokkaasta toiminnasta.

²⁹⁶ Rata Kannanotto K/41/2002/PMO: kohta 10. Ks. myös Ratan lausunto 9.3.2001, V8, Espoon käräjäoikeudelle TJ Groupin jutussa Dno 00/4894.

²⁹⁷ On kyseenalaista käyttää huolellisesta sijoittajasta esimerkkinä sellaista henkilöä, joka ei tutustu tarjousesitteeseen vaikka tarjousesite on olennaisin informaation lähde. Mielenkiintoisen tulkinnan esitti TJ Groupin tapauksessa (Espoon KäO Dno 00/4894) eräs todistaja, joka sijoitus-alalla pitkään toimineen huolellisen henkilön esimerkkinä kertoi oikeudelle, ettei ollut lainkaan tutustunut tarjousesitteen lukuihin varoja sijoittaessaan. Hänen mukaansa markkinatilanne ja johdon antama muu ”epävirallinen” informaatio oli tärkeämpää.

myöhemminkin eikä olettaa sijoittajan muistavan aiemman informaation sisältöä. Yhtiö ei halua yleensä vapaaehtoisesti kertoa riskialttiista investoinnista välttämätöntä enempää.²⁹⁸ Se voi joskus jopa ottaa riskin tiedon niukkuudesta, jos vaihtoehtona on, että osakkeenomistajat eivät hyväksyisikään investointia riskianalyysin perusteella. Riskin ottaessaan yhtiö ottaa kuitenkin myös vastuun tiedon niukkuuden mukanaan tuomista passiivisen tiedottamisen seurauksista.²⁹⁹ Niukan tiedon kyseessä ollessa sijoittaja joutuu luonnollisesti arvioimaan, kuinka suuresta riskistä yhtiön kannalta kulloinkin on kysymys. Sijoittajan selonottovelvoite on kuitenkin erilainen yksityis- ja ammattisijoittajalla: Ammattisijoittajalla, jolla on absoluuttisesti enemmän menetettävää, selonottovelvoite on laajempi kuin yksityissijoittajalla, jolla ei ole juuri mahdollisuuksia arvioida riskin suuruutta.

Yhtiöt eroavat toisistaan paitsi riskeiltään myös monella muulla tavalla, esimerkiksi toimialoiltaan, rakenteellisesti ja omaisuuslajeittain.³⁰⁰ Viestintä heijastaa aina näitä perustekijöitä. Ennen oli varsin tavallista, että esim. metsäteollisuuteen keskittyneellä yhtiöllä oli merkittävää energiateollisuutta. Yhtiön tunnettuus saatettiin rakentaa kuitenkin vain yhden toimialan, metsäteollisuuden, varaan, vaikka huomattava osa yhtiön taseesta olisikin ollut muualla, esim. energiayhtiössä. Huolellisen sijoittajan käsitteen luoma kuviteltu keskiverto ihmistyyppi joutuu outoon valoon myös silloin, kun seurataan yhtiötä, jonka tulos vaihtelee suuresti vuosineljänneksittäin, ja sen pyrkimystä saada sijoittajat ymmärtämään toimialan peruslogiikkaa. Analyytikot saattavat yhä uudelleen kysyä kvartaalierojen syitä, vaikka syyt ovat joka vuosi samat. Tähän voi olla ainakin kolme syytä: joko analyytikot seuraavat liian monia toimialoja kyetäkseen tekemään perusteltuja johtopäätöksiä yhden yhtiön arvosta, tai yhtiötä seuraavat henkilöt vaihtuvat liian usein, jotta prosessinomaisesti kehittyvää, kumuloitunutta yhtiökohtaista tuntemusta kertyisi, tai edes analyytikot eivät ole huolellisia henkilöitä, vaan asiantuntemattomia. Se puhuu huolellisen sijoittajan käsitettä vastaan.

Ajatus huolellisesta henkilöstä on riittämätön myös sen vuoksi, että tiedon olennaisuus arvioidaan yhtiössä, ilman ulkopuolisen, puolueettoman huolellisen henkilön kriteeristöä. Suuren pörssiyrityksen palveluksessa saattaa olla useita-

²⁹⁸ Toisin osavuositarkastuksia tutkinut *Schadewitz*, 191, jonka mukaan riskialttiit yritykset raportoivat laajemmin ja selkeämmin kuin liiketoimintariskiltään vähäisemmät yritykset. Analyysi koski vuosina 1985–93 julkaistuja osavuositarkastuksia. Sen jälkeen ei liene liioiteltua olettaa yhtiöiden riskien kasvaneen mm. paitsi tietoteknisten muutosten myös uusien rahoitusratkaisujen myötä.

²⁹⁹ *Rudanko* 1998, 169, näkee, että sopimuksenulkoisessa vastuussa vastuusääntöjen tulisi juuri ollakin sellaiset, että ne kannustavat tehokkaaseen arvoja maksimoivaan riskinottoon. Tällöin rationaalioteletus on asetettava toisin kuin sopimusvastuussa.

³⁰⁰ Saman toteavat myös *Healy – Palepu*, 431, joiden mukaan ”the degree of informativeness varies systematically with firm and economy characteristics”.

kin sijoitustoimintaa tuntevia henkilöitä, pienissä yhtiöissä sen sijaan ei välttämättä ketään. Mutta jos yhtiöltä edellytetään käsitystä siitä, mitä markkinoilla huolellinen henkilö pitäisi olennaisena tietona, yhtiö joutuu spekuloimaan sillä, mitä sen tulisi julkistaa. Sen ainoa ohjenuora tulisi olla aiemmin julkistettu tieto ja sen jälkeen tapahtuneet olennaiset muutokset.

Pistemäisen, yksittäisen tiedon olennaisuus on myös suhteessa sijoittajan kokonaisriskiin. Sijoittaja, jonka varat ovat useammassa yhtiössä, kantaa pienemmän riskin kuin se, joka on investoinut vain yhteen yhtiöön.³⁰¹ Tämä merkitsee samalla myös sitä, että *yhden yksittäisen tiedon suhteellinen olennaisuus vähenee sitä enemmän mitä hajautetumpi salkku on*. Tämänkin vuoksi yksin huolellisen sijoittajan käsityksen pitäminen olennaisuuden arviointiperusteena on kestävä. Epämääräisen ”huolellinen sijoittaja” -käsitteen sijaan on tiedon olennaisuutta arvioitava myös muita seikkoja kuin vain yksittäistä, pistemäistä tietoa silmällä pitäen. Ratkaisu ei ole kiinni vain yhdessä kriteerissä (huolellisessa sijoittajassa), vaan useissa kriteereissä, useissa olosuhteisiin, pidempään aikajänteeseen ja prosessiin liittyvissä tekijöissä ja ulottuvuuksissa.³⁰²

Eri sijoittajat ovat tiedon olennaisuuden suhteen siten samanarvoisia. Se tieto, joka on olennainen yhdelle sijoittajalle, on olennainen myös toiselle. Näin ollen sijoittaja, joka kokee jääneensä vaille jotain olennaiseksi katsomaansa tietoa yhtiöstä, ei voisi vaatia oikeutta itselleen sillä perusteella, että yhtiö ei ole tietoa julkaissut. Siksi yhtiön *olennaisen tiedon julkaisematta jättäminen ei ole loukkaus niinkään yhtä huolellista sijoittajaa kohtaan kuin markkinoita kohtaan yleensä*.

Ammattimaisen, huolellisen sijoittajan etusijaa ovat puolustaneet Kripke ja Samuelsson em. tavalla. Itse kuitenkin olen toista mieltä kolmesta syystä: (i) Selkokieiset ja tiedon liiketoiminnan kokonaisuuteen liittyvät tiedotteet auttavat (paitsi yhtiötä) kaikenlaisia sijoittajia. (ii) Institutionaalisilla sijoittajilla on resurssit hakea aliarvostettuja yhtiöitä aina, yksityissijoittajalla ei. (iii) Jos informaatio suunniteltaisiin ensi sijassa ammattilaisten, ns. huolellisten sijoittajien ehdoilla, yhtiöiden valvonta heikkenisi, kun osa sijoittajista menettäisi mielenkiintonsa seurata yhtiön asioita liiallisen informaation ja sen vaikeaselkoisuuden vuoksi.

Tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta tulisi painottaa yksityissijoittajia suosivaa, valmiiksi tiivistettyä päätösraportointia asiantuntijoita suosivan laajan raportoinnin sijaan. Laatu ennen määrää. Syynä on se, että mitä alhaisempi

³⁰¹ *Kaisanlahti* 1999, 70.

³⁰² Myös omistettujen osakkeiden määrän näkökulmasta eri asiat ovat eri tavoin olennaisia. *Rapakon*, 196, mukaan tiedon vähämerkityksisyyttä tai olennaisuutta voidaan tulkita yhtiön kaikkien ulkona olevien osakkeiden osalta. Tällä perusteella ison omistajan tiedonintressiä tarkastellaan samoilla kriteereillä kuin pienen omistajan intressiä.

tiedon jalostusaste on, sitä eriarvoisemmat hyötyvaikutukset ovat eri sijoittajille. Yhtiöinformaatiolle asetettavat korkeat laatuvaatimukset ovat tärkeitä myös siksi, että viestintä ei saisi liian suurta merkitystä yhtiönarvon muodostumisessa.

Yhteenvetona edellisestä voidaan siten todeta, että ammattimaista, huolellista sijoittajaa korostava näkökulma tiedottamisen oikeudellista riittävyttä arvioitaessa korostaa tiedon pistekäsitystä ja on omiaan heikentämään markkina-luottamuksen kehittymistä. Tiedotuksen pistekäsitys voi tehdä oikeudellisen arvioinnin nykyisten kriteerien pohjalta helpommaksi, mutta tiedon pakottaminen tällaiseen oikeudelliseen muottiin ei huomioi tiedonantovelvollisuuden tavoitetta markkina-luottamuksen ylläpitämiseksi.

4.4 MARKKINATieto

Markkinatiedon käsite liittyy olennaisella tavalla markkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen, joka on arvopaperimarkkinoiden puolueettoman toiminnan perusehto.³⁰³ Markkinatietona on lain esitöissä pidetty tietoa arvopapereita koskevista toimeksiannoista tai suunnitteilla olevasta julkisesta osto- tai lunastustarjouksesta. Sama mietintö kuitenkin puhuu käsitteillä ”tieto on markkinoilla yleisesti tunnettu” tai ”tieto on markkinoiden käytettävissä” ja tällöin tarkoitetaan myös muita tietoja kuin tietoja toimeksiannoista tai osto- tai lunastustarjouksista. Mietinnössä on tarkasteltu erityisesti markkinoilla olevan tiedon ja sisäpiirintiedon rajankäyntiä, kun taas tässä tutkimuksessa painopiste on markkinatiedon ja yhtiön julkistaman tiedon rajankäynnissä.³⁰⁴

4.4.1 Markkinatiedon oikeudellinen merkitys

Yhtiöiden arvoon vaikuttavat yhä enemmän muutkin osapuolet kuin vain yhtiöt (tiedonantoinen) ja osakkeenomistajat (tietoon liittyvine selvityksineen ja tulkintoineen). Yhteiskunnan tehtävänä on säädellä ja valvoa markkinoiden luotettavuutta. Kun julkistetusta yhtiöntiedosta tulee markkinatietoa, sen uskotaan vaikuttavan paitsi kyseisen yhtiön, myös välillisesti muiden yhtiöiden arvoon. Markkinatieto voi olla myös yleistä ja julkisista lähteistä saatavaa toimiala- tai suhdannetietoa tai yksittäiseen yhtiöön kohdistuvaa tietoa.³⁰⁵ Markkinatiedolla

³⁰³ Markkinatietoa ei sellaisenaan ole kuitenkaan käsitelty paljonkaan AML:n esitöissä eikä muissakaan yhteyksissä.

³⁰⁴ KM 1987:44, 337 ss.

³⁰⁵ *Arvopaperimarkkinarikokset*. Rikoslakiprojektin ehdotus. Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu 3/1993, 29.

on yhtymäkohtia oikeusvaltion toimintaan ja oikeusvaltiossa noudatettaviin tiedon ja asiakirjojen julkisuuteen, sananvapauteen ja osakkaiden yhdenvertaisuuteen. Tämä merkitsee, että markkinatiedolta käsitteenä on edellytettävä jonkinlaista neutraalisuutta.³⁰⁶ Markkinatiedon neutraalisuusvaatimus merkitsee, että tiedon tuottaminen ja sen saattaminen markkinoiden käyttöön edellyttää jonkinlaista määrämuotoisuutta.

Markkinatietoa on tasapuolisesti kenen tahansa vastikkeetta saatavissa oleva tieto, jonka yhtiöt ovat toiminnastaan määrämuotoisesti julkistaneet tai joka on virallislähteistä saatavissa.

Jos AML:ssa ja pörssin säännöissä määriteltyjä määrämuotoisia menettelytapoja ei ole julkistuksessa noudatettu, ei tietoa voida pitää markkinatietona, koska se johtaisi rajanvedon vaikeuteen siinä, kuka mitäkin mediaa seuraa. Markkinatietoa voidaan tarkastella eri markkinaosapuolten näkökulmasta, jolloin sille voidaan antaa erilaisia oikeudellisia merkityksiä. Kiintoisa puoli asiassa tällöin on, että pörssillä ei lain mukaan nykyisin ole lainkaan velvoitetta julkistaa suurelle yleisölle yhtiötä koskevia tietoja.³⁰⁷ Käytännössä on katsottu riittäväksi, että pörssin julkistamisvelvoite koskee tiedonantovelvollisuutta arvopaperinvälittäjille, ei esimerkiksi uutistoimistoille, koska tiedonantovelvoite on pörssin sääntöjen mukaan yhtiöllä.³⁰⁸

Pörssi on osakkaidensa muodostama yhtiö. Tiedonjulkistus kaupankäyntiä varten hoitui ennen sähköiseen kaupankäyntiin siirtymistä lukemalla yhtiön tiedotteet pörssisalisissa aamulla ennen pörssi-istunnon alkamista välittäjien ollessa paikalla. Tämän jälkeen syntyi kullekin osakkeelle

³⁰⁶ Oikeudenkäytöstä tietoyhteiskunnassa ks. *Saarenpää* 2000, 3–14. *Saarenpään* mukaan verkoyhteiskunnassa tärkeimpiä henkilö- ja informaatio-oikeudellisia periaatteita ovat oikeus informaatioon, yksityisyyteen, viestintään, tietoturvasuuteen, laatuun ja oikeusturvaan. – *Wikström* 1998, 406.

³⁰⁷ Vertaa Norjaan, missä säännökset ”– pålegger de børsnoterte selskapene informasjonsplikt overfor børsen som institusjon, ikke overfor ’verdipapirmarkedet’ som sådant. Utgangspunktet er imidlertid at børsen – skal offentliggjøre de opplysninger som mottas. Børsen har altså rett til å offentliggjøre, og – kanskje også en viss (estatningssanksjonert) ’plikt’ for børsen til å informere offentligheten om vesentlige forhold i foretak med børsnoterte verdipapirer. – Offentliggjøring skjer ved at opplysningene legges inn i børsens informasjonssystem og dermed distribueres til børsmedlemmene og andre som abonnerer på informasjonstjenesten, for disses videre spredning.” *Bergo*, 156.

³⁰⁸ Tämä ei ole ristiriidassa sen kanssa, että pörssi yhdessä liikkeeseenlaskijoiden kanssa on erityisessä vastuussa arvopaperimarkkinoiden informaatiotarpeen tyydyttämisessä. HE 157/1988, 28. Huomattava kuitenkin on, että toisaalla lain perusteluissa todetaan pörssin tiedonantovelvollisuuden olevan toissijainen, 29. Lain mukaan liikkeeseenlaskijan on toimitettava yhtiön arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat pörssille tiedoksi, mutta pörssille ei ole asetettu velvoitetta toimittaa tietoja eteenpäin muutoin kuin siinä tapauksessa, että sen tietoon on tullut seikka, jota yhtiö ei ole julkistanut. Käytännössä näitä tapauksia ei ole ollut lainkaan, vaan yhtiö on aina pörssin kehotuksesta julkistanut ainakin jotain.

hintataso, jolla kauppaa päivän aikana käytiin. Päivän aikana mahdollisesti tulleet uudet tiedot eivät enää vaikuttaneet sen päivän hintaan, vaan ainoastaan halukkuuteen ostaa tai myydä. Lain tullessa voimaan oli jo suunnitteilla HETI-järjestelmä (Helsinki Exchange Trading and Information Systems), joka sisälsi sekä kaupankäynti- että informaatiojärjestelmät. Kun pörssin kaupankäynti siirtyi pois pörssisalista välittäjien omiin tiloihin, pörssi korvasi lukemisen lähettämällä yhtiötä koskevat tiedot välittäjien ruuduille. Internetin käytön lisääntyttyä sama tieto on nyt maksuttomana palveluna annettu kaikille sijoittajille ilman, että yhteiskunta olisi tätä pörssiltä edes edellyttänyt. Tämä on ollut suuri palvelus sijoittajayhteisölle, minkä merkitystä korostaa se, että vain harvassa maassa pörssi antaa tällaista palvelua suurelle yleisölle. Muissa maissa sijoittajat ovat enimmäkseen kaupallisten uutispalvelujen tarjoajien varassa.

Lain tullessa voimaan osakkeiden ostoa tai myyntiä koskevat toimeksiannot annettiin aina välittäjälle. Tällöin informaation leviämisen ajateltiin tulevan turvatuksi sitä kautta, että lain 4:4 §:ssä tiedonantovelvollisuus on asetettu arvopaperinvälittäjälle toimeksiannon kohteena olevista arvopapereista.

Kun yksityishenkilö voi kuitenkin nykyisin käydä kauppaa ja antaa toimeksi-antoja verkon välityksellä keskustelematta välittäjän kanssa lienee aiheellista kysyä, onko nykyinen lainsäädäntö riittävästi taannut sijoittajien tasapuolisen tiedonsaannin. Tällainen kysymys on aiheellinen, koska pörssillä ei ole pakkoa julkistaa tietoa kuin poikkeustapauksissa, koska välittäjä ei keskustele sijoittajan kanssa tämän antaessa osto- ja/tai myyntimääräyksiä verkossa³⁰⁹, koska medially ei ole pakkoa julkistaa tietoja (ei edes STT:llä, joka on joskus ymmärretty puolijulkiseksi kanavaksi, vaikka toimii kaupallisin perustein), koska yhtiöltä ei edellytetä tietojen pitämistä saatavilla omilla verkkosivuillaan ja koska tiedotusvälineitä ei voida pitää sijoittajan tiedonhankinnan kannalta oikeudellisesti luotettavina. Sijoittajan selonottomahdollisuuden turvaamiseksi tulisi julkistamisvelvollisuus *de lege ferenda* keskittää ja asettaa pörssille, koska se on ainoa keskitetty kanava, josta sijoittaja voi saada kaikkien yhtiöiden tiedot siten, kuin yhtiö on ne julkistanut.

Yhtiön käyttäytymiseen ja toimintatapoihin liittyvä tieto, jonka asianomaista yhtiötä seurannut henkilö on voinut yhtiön toiminnasta päätellä, ei yleisluontoisuudestaan huolimatta ole markkinatietoa, vaan *yksityistä sijoittajantietoa*. Markkinatiedoksi ei voi siten määritellä seikkoja, jotka jokin taho on oman työskentelynsä ja vaivansa ansiosta saanut tietoonsa. Ollakseen markkinatietoa, kaikilla osapuolilla on oltava samat mahdollisuudet sen saamiseksi.³¹⁰

³⁰⁹ Sijoituspalveluna annettavassa omaisuudenhoidossa välittäjällä on arvopapereista tiedonantovelvollisuus tiedoista, joilla saattaa olla olennaisia vaikutusta asiakkaan päätöksentekoon, AML 4:4.2§.

³¹⁰ Ks. transaktiokustannusteorioista yhteenvetoesitystä esimerkiksi *Kanniainen – Määttä: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*, 26–29.

Yhtiön julkistamaton tieto ei siten voi olla ”markkinoiden tiedossa” oikeudellisessa mielessä, ellei yhtiö itse, tuomioistuin, pörssi tai muu virallinen tiedon tuottaja ole seikkaa vastikkeettomasti julkistanut. Yksityissijoittajan ei voi edellyttää tutkivan eri markkinaosapuolten arvioita. Hänen on voitava luottaa ensi sijassa yhtiön itsensä julkistamiin tietoihin. Jos tietoa ei ole julkistettu, yhtiö ei voi edellyttää sijoittajalta markkinatiedon pohjalta tehtyä päättelyä ja vedota siihen, että asia on markkinoiden tiedossa.³¹¹ (Jos kyseessä on ammattisijoittaja, perustelu voi olla käypä, muussa tapauksessa ei. Lähtökohtana on se, tarkasteleeko asiaa ammatti- vai yksityissijoittaja.)

Yhtiöt väistävät joskus tiedotusvastuun väittämällä, että asiasta ei ole syytä tiedottaa erikseen, koska se on jo markkinoiden tiedossa. Yhtiö saattaa kuvitella, että kaikki ovat tulkinneet julkistetun tiedon samalla tavalla ja osanneet lukea yhtiön tiedotteesta myös asioita (*rivien välistä*), joita siinä ei ole yksiselitteisesti ja nimenomaisesti sanottu. Jos joku on markkinoilla rivien välistä osannut oikean tulkinnan tehdä, se ei tee siitä vielä markkinatietoa.³¹² Vetoaminen markkinatietoon ei ole riittävä peruste tiedon kertomatta jättämiselle, koska silloin yhtiö voisi *jälkikäteen ja tarvittaessa itse valita* sen, mitä pitää tärkeänä. Yhtiö ei siten voi puolustautua sillä, että seikka on ollut markkinoiden tiedossa, ellei se ole sitä julkistanut.

Santasalo-JOT:n 13.10.1999 julkistamassa osavuosisikatsauksessa arvioitiin konsernin koko vuoden tuloksen laskevan edellisvuodesta (v. 1998 tulos oli 11,7 Me). 12.11.1999 pidetyssä tiedotustilaisuudessa Santasalon pääosan myynnistä Metsolle toimitusjohtaja oli kysyttäessä kaupan tulosvaikutusta vastannut, että kauppa parantaa tulosta ja että saattaa olla, että tulos nousee lähes edellisvuoden tasolle. Kun asia esitettiin Startelin ruudulla, pörssi pyysi pörssitiedotetta tiedotustilaisuudessa käsiteltyjen aiemmin julkistamattomien seikkojen osalta. Yhtiö julkaisikin samana päivänä tiedotteen, jossa se ennusti tuloksen rahoituserien jälkeen olevan lähes edellisvuoden tasolla.

Tilikauden päättymisen jälkeen, kokouksessaan 13.–14.1.2000 johtoryhmä oli kuitenkin luotettavalla tavalla nähnyt, että tulos ei ole lähelläkään

³¹¹ ”I förtigandefallet kan det – – anföras att de förtigna uppgifterna rent faktiskt var allmänt spridda. För att uppgiftlämnaren skall frias i detta avseende torde krävas att den information som felaktigt lämnats eller förtigats motverkats av att korrekta uppgifter distribueras med en sådan intensitet och trovärdighet att de verkliga kan anses motverka det intryck som felet respektive förtigandet framkallat på marknaden.” Ks. *Samuelsson*, 299.

³¹² Yksityisesti tuotettu uusi tieto ei ole myöskään sisäpiirintietoa, kun se on tuotettu julkisesti saatavissa olevista tiedoista yhdistämällä. Eri mieltä täytyy olla kuitenkin Rikoslakiprojektin mietinnön kanssa siltä osin, kun se toteaa, että vaikka julkisista asiakirjoista saatava tieto on yleensä hyväksikäytettävissä, ”on eri asia, jos julkisista asiakirjoista saatavaa tietoa on siten yhdistelty, että se muodostaa uutta tietoa”. Jos mietintö viittaa vain seuraavaan lauseeseen tutkimuslaitosten palveluksessa olevista henkilöistä, tämä voi olla hyväksyttävää, mutta muutoin rajoitus on turhan tiukka. Sen valvonta on lähes mahdotonta, ja eri osapuolten tehtävien ja roolien mukaistahan on juuri tietojen yhdisteleminen uudella tavalla. Rikoslakiprojektin ehdotus, 28–30.

edellisvuoden tasoa ja on päinvastoin jäämässä heikommaksi (4,2 Me).

Yhtiö ei julkistanut tietoa ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen kun muutos oli käynyt ilmeiseksi (HAOS 5.435) [Ks. kysymyksen aikateki-
jästä tarkemmin, luku 5.4.3.] Santasalo-JOT Oyj:n tuloksen julkistuksen
tiedottamatta jättämistä perusteltiin mm. markkinan käsityksellä. Yhtiön
vuoden 2000 budjettia käsittelevässä kokouksessa 16.12.1999 oli kes-
kusteltu konsernin vuoden 1999 lopullisesta tuloksesta ja todettu, että
tulosennuste oli aikaisempaan ennusteeseen nähden pudonnut 9 Me:sta
7,1 Me:oon. Kokouksessa oli verrattu omaa tulosennustetta analyytikko-
jen keskimääräiseen ennusteeseen, joka oli myös 7 Me. Tällä perusteella
oli päädytty siihen, että kun julkisuudella ei näyttänyt olleen erilaista
tulosennustetta verrattuna yhtiön [sisäiseen] ennusteeseen, ei ollut ollut
syytä antaa pörssitiedotetta asiasta.

Arvopaperi-lehden julkaisemat analyytikkoarviot olivat vaihdelleet
–1,0 Me:n ja 6,9 Me:n välillä (julk. pvä 26.11.1999) ja –0,8 Me:n ja 9,6
Me:n välillä (julk. pvä 17.12.1999) sekä –0,8 ja 12 Me:n välillä (julk. pvä
28.1.2000). Arvioista oli pääteltävissä, että analyytikkojen tulosodotus
oli jossain määrin kasvanut loppuvuonna 1999. Tulosarvioissa oli kuiten-
kin ollut niin suuri hajonta, että pörssin kurinpitolautakunnan käsityksen
mukaan arvioista ei ollut tässä tapauksessa mahdollista tehdä johtopää-
töksiä arvioitaessa Componentan³¹³ tiedotusmenettelyä loppuvuoden
1999 tuloskehityksen osalta, eikä poliisin esitutkinta johtanut syytteen
nostamiseen.

Olennaista on se, mitä yhtiö itse on markkinoille ilmoittanut, ei se, mitä mark-
kinat mahdollisesti ennustavat. Tämä pätee paitsi tulostietoihin myös muihin
liiketoimintatietoihin. Tämä käy ilmi pörssin ohjesäännöstä HAOS 5.43. Sen
mukaan ”mikäli pörssiyhtiön tulos taikka tase- tai rahoitusasema tulee katsaus-
kautena poikkeamaan olennaisesti näiden seikkojen kehittymistä koskevasta
perustellusta arviosta, jonka sijoittaja voi yhtiöstä tehdä, on pörssiyhtiön julkis-
tettava asia. Perusteltu arvio muodostetaan pörssiyhtiön julkistaman tiedon
nojalla. Tällöin lähtökohtana on voimassa oleva pörssiyhtiön julkistama arvio
tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman kehitymisestä”.

Sanamuoto jättää hieman epäselväksi sen, kuka perustellun arvion muodos-
taa, kun verbi (muodostetaan) on passiivimuodossa. Ratkaisu on kuitenkin
löydettävissä edeltävästä ohjesäännön kohdasta 5.42, jonka mukaan yhtiön on
”esitettävien tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevien arvioiden osalta kerrot-
tava arvioiden lähtökohtaolettamuksista. Pörssiyhtiö saa esittää ainoastaan pe-
rusteltuja arvioita”. Yhtiö on siis se, joka perustellun arvion muodostaa. Toinen
peruste tehdyille ratkaisulle on se, että analyytikot voisivat yhtiön antamien
tietojen pohjalta tehdä (ja tekevätkin) joskus sellaisia arvioita, jotka perustuvat
muihin kuin yhtiön antamiin tietoihin. On esiintynyt myös tapauksia, joissa
analyytikko saattaa antaa provosoivasti täysin toisen arvion kuin kaikki muut

³¹³ Santasalo-JOT Oyj:n yhtiökokous muutti yhtiön nimen Componenta Oyj:ksi 2.12.1999.

analytiikot pelkästään herättääkseen kiinnostusta ja potentiaalisia asiakaskyselyjä. Juuri näiden virheiden välttämiseksi ei keskimääräisellekään markkinarviolle ole annettava ratkaisevaa merkitystä tulosvaroituksen antamista harkittaessa. Tämän vuoksi Santasalo-JOT:n olisi tullut antaa tuloskehityksestä varoitus.

Markkinan tiedossa olevan, yhtiötä koskevan seikan ja siitä mahdollisesti aiheutuvan epävarmuuden sijoittajat voivat hinnoitella näkemykseensä osakkeen arvosta.³¹⁴ Markkinatiedon ja yhtiöntiedon välistä eroa kuvaa se, että markkinat yrittää ”laskea” yhtiöön liitetyn epävarmuuden mukaan osakkeen arvoon, vaikka yhtiö ei ole tietoa edes julkistanut. Yksittäiset, pistemäiset tiedot ovat kuitenkin osia laajoista, prosessinomaisesti kehittyvistä asiakokonaisuuksista eivätkä ne tarjollaolostaan huolimatta ole yleistettävissä. Tämän vuoksi niiden vaikutusta on myös vaikea muuttaa luvuiksi ennusteisiin. Tällöin markkinat saattavat arvioida muiden tietojen vaikutusta yhtiöön ilman, että yhtiö itse on antanut siihen varsinaista kontribuutiota. Tietoa voi olla olemassa myös kollektiivisena tai yksityisen analytiikon esimerkiksi kilpailijoilta saatuna tietona, vaikka yhtiö ei tiedä siitä itse mitään. Viimeksi mainittua tietoa ei ole kuitenkaan pidettävä varsinaisena markkinatietona, koska se ei ole vastikkeetta kaikkien saatavissa.

4.4.2 Markkinatiedon imeytymisaika

Ajallisena käsitteenä markkinatieto ei helposti antaudu oikeudellisen arvioinnin kohteeksi. Kuinka kauan tiedon voidaan edellyttää olevan yleisesti saatavilla, ennen kuin sitä voidaan kutsua markkinatiedoksi? Mistä hetkestä markkinatiedon katsotaan syntyneen?

Yhtiön julkistaman tiedon markkinatiedoksi muuttumisen ajankohta on yksinkertaista määritellä: Ajankohta on tiedonjulkistuksen hetkellä, sekunnilleen. Vaikeampi tilanne on silloin, kun markkinatiedoksi lasketaan myös sellainen tieto, jossa tiedon alkuhetkeä on mahdoton havaita, kun tieto syntyy markkinoilla vähitellen, tiukuen. [Tiedonantovelvollisuuden ajallista ulottuvuutta tarkastellaan luvussa 5.4.] Yksi esittää yhden arvion, toinen toisen, kolmas asettaa em. näkemykset vastakkain ja esittää johtopäätökset esim. mediassa tai markkinaseminaarissa. Vähitellen markkinoilla alkaa vakiintua käsitys jonkin tiedon paikkansapitävyydestä ja markkinat alkavat pitää seikkaa totena. Tällaiseen tiedon muuttumiseen ja kehittymiseen ei ole normeissa otettu kantaa.

³¹⁴ *Kaisanlahti* 1999, 98.

Voimassaoleva oikeus edellyttää rikosten ja vahinkojen tunnistamista. Vanhan, vuoden 1889 rikoslain mukaan tuomittavaa oli rahan tai tavarain varastaminen.³¹⁵ Aikoinaan yhteiskunnan muuttuminen teknisiltä ominaisuuksiltaan sähkön yleistymisen myötä pakotti oikeuden ottamaan kantaa sellaisiinkin rikoksiin, joihin ei ollut olemassa valmiita tunnusmerkitöjä. Kun sähkö alkoi levitä taloihin toistasataa vuotta sitten, sähköä oli aluksi vaikea nähdä tavarana, esineellisenä asiana tai rahana ja korkein oikeus joutui ottamaan ennakkotapaukseen kantaa.

KKO 1935-II-374. Sähkövirran anastaminen. Työmiehet Eelis Eskeli Kinnunen ja Aappo Fredrik Majava asuessaan ruokalanpitäjä Aliina Vainiolta ilman lämpöä vuokraamassaan huoneessa olivat sanotun huoneen lämmitykseen sähkökamiinaa käyttämällä anastaneet Aliina Vainion laskuun tulevaa sähkövirtaa. Syytetyt olivat edellä kerrotulla tavalla luvattomasti kuluttaneet sähkövirtaa ja siten aiheuttaneet vahinkoa. Tuomiolauselma: Molemmille kaksi kuukautta vankeutta ja kansalaisluottamuksen menettäminen toiselle kolmeksi ja toiselle kahdeksi vuodeksi.

Normin suojatarkoitus oli ollut suojata muiden omaisuutta, tavaraa ja rahaa eikä oikeusperiaatteiden mukaan rikoslakia olisi saanut tulkita laajentavasti. Sähkö oli kuitenkin katsottava edellä mainitussa tapauksessa tavarana ja rahaan verrattavaksi, koska sen menetys oli aiheuttanut toiselle osapuolelle vahinkoa. Se oli muuttanut toisen osapuolen riskipositiota. Enää ei ollut mahdollista tulkita lakia tiukasti sillä tavalla, että koska sähkö ei ollut rahaa eikä tavaraa, ei rikosta olisi tapahtunut. Lain tulkintaa oli välttämätöntä laajentaa.

Edellä olevassa esimerkissä sähkövirran anastaminen 1900-luvun alussa on analoginen arvopaperimarkkinoilla liikkuvaan tietoon nähden 2000-luvun alussa. Pörssi on eräänlaisena huutokauppapaikkana ollut olemassa pitkään. Pörsissä tapahtuva arvopaperien arvon arviointi on perustunut paikan päällä tapahtuvaan yksittäisten, pistemäisten tietojen vaihtoon [ks. HETI-järjestelmän käyttönotosta ja pörssin kauppapaikkana toimimisesta aiemmin tässä luvussa]. Tiedonantovelvollisuutta koskevaa säännöstöä luotaessa ei otettu huomioon sitä, että huomattava osa yhtiötä koskevasta tiedonmuodostuksesta ja välityksestä voisi tapahtua muiden osapuolten toimesta. Tämä tiedonmuodostus voi sisältää laajat analyysit yhtiön liiketoimintakokonaisuudesta ja sen prosessinomaisesta kehityksestä. Ei ollut myöskään otettu huomioon markkinointiviestinnän laajaa kasvua, tiedonvälityksen keinojen sähköistymistä ja nopeutumista sekä vaikeasti jäljitettäviä manipulointimahdollisuuksia. Tieto toisin sanoen kiinnittyy varallisuuteen nyt eri tavoin juuri siitä syystä, että sitä tuotetaan, se välittyy ja imeytyy markkinoille toisin kuin aikaisemmin. Tämä vaikuttaa osa-

³¹⁵ Ri 28:1§ (1889): Jos joku varastaa tavaraa tahi rahaa, ja jos anastetun arvo on kahtakymmentä markkaa suurempi; rangaistakoon varkaudesta vankeudella korkeintaan yhdeksi vuodeksi, taikka, jos asianhaarat ovat erittäin raskauttavat, kuritushuoneella korkeintaan kahdeksi vuodeksi.

puolten riskipositioihin. On syntynyt uusi ympäristö, jossa tiedon syntymisen, imeytymisen ja olemassaolon tavat ja mekanismit ovat muuttuneet.

Jos yhtiöntiedon leviämisen tapa markkinoille on pistemäinen, vähittäinen ja osittainen, on myös selvää, että yhtiön oikeus perustella tiedon julkistamatta jättämistä pitäisi tulla kompensoiduksi *vähittäisen julkistamisen hyödyntämisen kiellolla*.³¹⁶

Rikoslaissa on vanhastaan säädetty erikseen myös ns. löytötavarankavalluksesta. Jos esineen oikeasta omistajasta ei ole ehkä tietoa, voi esineen anastaminen tuntua tekijästä ehkä tavanomaista vähäisemmältä, koska rikoksella ei ole tavallaan konkreettista uhria. Tilanne on analoginen arvopaperimarkkinoille, koska missään ei sanota että löytötavarana ei voitaisi pitää tietoa. [Tietoa koskevana löytötavarana voidaan pitää sattumalta saatua tietoa, luku 8.1.]

Esimerkin löytötavarankavallusnormin tarkoituksena on ollut suojata jotain, jota ei saa käyttää hyväksi. Aiemmassa esimerkissä langan vetäminen sähkökamiinaan oli luvatonta kuluttamista. Teon jatko vaikutusten kautta sille syntyi merkitys. Samalla tavalla tiedon hyväksikäyttämisen jatko vaikutusten kautta on myös erilaisille tiedon muodoille annettava uusia merkityksiä. Tiedon eri muotojen hyväksikäyttäminen ei siksi saisi mahdollistaa muiden osapuolten riskipositioiden oikeudetonta muuttumista.

Vähittäin syntynyt tieto on tyypillisesti sellainen, jonka alkuperästä ei ole tietoa ja jolla ei ehkä olekaan oikeata omistajaa. Ei ole myöskään tahoja, jolle tieto voitaisiin luovuttaa, jotta omistaja saisi sen ”takaisin” tehdäkseen sen osittaisesta julkitulosta tarvittavat johtopäätökset (tekemällä tiedon mitättömäksi muuttamalla strategiaa, luopumalla yritysostosta tms). Tästä syntyy oikeudellinen ongelma. Yhden osapuolen hallussa olevasta tiedosta ei välttämättä ehkä aiheudu markkinoille lisäharmia esimerkiksi kurssin vääristymisenä, mutta tiedon haltija kykenee kuitenkin hyödyntämään tietoa pitkäänkin ilman, että toinen osapuoli (yhtiö) tietää, että jollakin on sen strategiaa käsittävä tieto. Tällainen tieto voi olla esimerkiksi analyytikon salainen tieto, jota analyytikko ei saa julkistaa.³¹⁷ Mitä hiljempaa asianomainen on, sitä pidempään hän kykenee käyttämään tietoa hyväksi. Tosin hän ottaa silloin itse sen riskin, että tieto todellisuudessa osoittautuukin vääräksi ja että hän on tehnyt johtopäätöksensä väärin perustein. Näin ollen jos henkilö saa tiedon, siitä ei tarvitse ilmoittaa, koska eri rooleissa toimiessaan henkilö on eri tavoin oikeutettu tietoon, joka on

³¹⁶ Vahinkoa ei aiheuta sisäpiirintietojen julkistamatta jättäminen sinänsä, johon ei ehkä ole minkäänlaista velvollisuutta, ei ehkä oikeuttakaan, ks. *Bergmans*, 136 ss., ei liioin sisäpiirin henkilön kaupankäynti, vaan nämä elementit yhdessä, ks. *Rudanko* 1998, 39.

³¹⁷ Se, joka rikkoo säädettyä vaihtovelvollisuutta tai siihen sisältyvää kieltoa olla käyttämättä hyväksi julkistamatonta tietoa, syyllistyy arvopaperi – – markkinoita – – koskevaan salassapitovelvollisuuden rikkomiseen. AML 8:4–5. Ks. myös *Astola*, 218 ja 133.

tullut hänen haltuunsa.³¹⁸ Tällaisen tiedon ilmoittamatta jättäminen ei muun kuin yhtiöosapuolen kyseessä ollen ole rangaistavaa arvopaperimarkkinoilla, missä kauppaa käydään juuri tiedolla.³¹⁹

Markkinoilla olevan yhtiötä koskevan julkistamattoman *tiedon imeytymisaika vaihtelee* tilanteen mukaan. Ajalla on ollut viime vuosina taipumus pikemmin pidentyä kuin lyhentyä. Osakkeenomistajille on alettu antaa enemmän marginaalia osakkeiden hinnoitteluun ja analysointiin. On ilmeistä, että vaihdetuimpien osakkeiden kohdalla tiedon imeytymisaika on lyhyempi. *Tiedon imeytymisajalla tarkoitetaan aikaa suhteutettuna yhtiön tiedon selkeyteen tai markkinoiden kykyyn hyödyntää tietoa.* Jos seikka on ilmaistu pistemäisenä raakatietona vaikeaselkoisesti eikä yhtiö edistä markkinoiden ymmärrystä pörssitiedotteillaan, tiedon imeytymisaika on pidempi kuin silloin, jos markkinoilla on mahdollisuus tulkita seikkaa yksiselitteisesti (kuten saattaa esimerkiksi tilinpäätöstietojen kohdalla olla). Mitä useammin yhtiö on viitannut asiaan, vaikka jättäneen tiedon merkityksen avoimeksi, sitä enemmän muilla on ollut mahdollisuutta kiinnittää siihen huomiota, ja sitä nopeammin tiedon voidaan tavallisesti katsoa imeytyneen [vrt. tiedon imeytymisaikaa kappaleeseen 5.4 tiedonantovelvollisuuden aikaulottuvuus].

Seikan imeytymisaikaa arvioitaessa on kuitenkin kiinnitettävä huomiota myös pörssitiedotteiden määrään, joka voi myös *hidastaa* tiedon imeytymistä, koska on ymmärrettävää, että suuresta tiedotemäärästä on vaikeampaa havaita suoraan julkilausumatonta kantaa kuin pienemmästä tiedotemäärästä. Näin siis aikaakaan ei voitaisi verrata eri tapausten välillä suoraan, vaan suhteutettuna muiden tekijöiden esiintymisfrekvenssiin. Seuraavassa esimerkki tiedon vähittäisestä imeytymisestä markkinoille:

”Tietoenatorin toimitusjohtaja Matti Lehti valittaa, että pienten internet-yhtiöiden perässä juoksevat analytiikat ja media eivät ymmärrä sen liiketoimintaa. Yhtiö oli tehnyt vuonna 2001 pitkän listan yritysostoja, mutta yhtiö ei kuitenkaan aina kertonut sopimusten rahallista arvoa. Yritystostojen strategisen merkityksen arviointi on salapoliisityötä, sillä Tietoenatorin suhteet asiakkaisiinsa ovat kovin eritasoisia.

Toimintaa esitellessään yhtiö oli käyttänyt mm. seuraavia ilmaisuja: Tietoenator ostaa sopivien it-palveluyritysten enemmistöjä, se perustaa yhteisyrityksiä asiakkaiden kanssa joko liikkeenjohtovastuulla tai ilman; se ottaa hoitaakseen asiakkaidensa ulkoistamia tietotekniikkapalveluja joko kokonaan tai osittain; se kehittää tiettyä tuotetta tai ratkaisua yhdes-

³¹⁸ Astola, 101, toteaaakin, että arvopaperinvälittäjä, jolla on arvopaperimarkkinoilla keskeinen asema, voi toimia markkinoilla kaikissa mahdollisissa rooleissa (sijoittajien edustajana, liikkeeseenlaskun järjestäjänä, osakkeiden ostajana ja myyjänä ja myös omien osakkeiden liikkeeseenlaskijana). Tästä voi aiheutua eturistiriitoja välittäjän ja sen asiakkaan – sijoittajan tai liikkeeseenlaskijan – välille tai sen edustamien asiakkaiden välille.

³¹⁹ Kuten ei ole enää pelkkä löytötavaran ilmoittamatta jättäminenäkään.

sä kumppanin kanssa. Tietoenatorin kielenkäytössä *kumppanuus* auttaa kehittämään uusia *keihäänkärkiä*, jotka puolestaan aukaisevat ovia uusille kumppaneille. Kumppanuuksien sisällöstä oli kerrottu vain yleisellä tasolla.

Yhtiö oli käyttänyt kumppanuuden esimerkkeinä merkittävien yhteistyökumppaneiden nimiä, vaikka sopimusten rahallinen arvo olisi ollut vähäinenkin. Esim. Tietoenatorin tuotekehityskumppanuus Nokia Networksin kanssa oli merkinnyt rahallisesti selvästi muita sopimuksia vähemmän, mutta Nokia oli taikasana kansainvälisillä markkinoilla.”³²⁰

Tiedon vähittäinen imeytyminen markkinoille syntyy juuri em. tilanteesta, jossa yhtiö antaa strategiastaan osittaisia tietoja, joiden todellinen sisältö aukeaa huonosti ja joiden merkitystä on hankala arvioida. Mitä monimutkaisemmasta asiasta on kysymys, sen pidempi on imeytymisaika.

Yhtiön päivittäinen kanssakäyminen markkinaosapuolten ja julkisuuden kanssa johtaa yhtiön jatkuvaan seurantaan. Markkinaosapuolet keräävät uutta tietoa myös muista lähteistä ja yhdistelevät sitä mm. kilpailijoilta saamiinsa tietoihin. Markkina-analyysien samansuuntaistetaan näkemykset tai niistä lehdistössä julkaistut yhteenvedot eivät kuitenkaan tee tiedosta markkinatietoa eikä yhtiö niihin viitaten voi perustella seikan julkistamatta jättämistä. Analyysit eivät ole kaikkien saatavilla. Lehtiin analyyseista laaditut yhteenvedot ovat nekin sattumanvaraisia ja luotettavuudeltaan puutteellisia, koska analyytikot³²¹ pyrkivät vaikuttamaan yhtiöiden asioiden kommentointiin mediassa ja myös osakearvon muuttumiseen levittämällä ja painottamalla omalta kannaltaan edullisia tietoja.³²²

Analyyysitoiminta, jonka pitäisi edustaa huolellisesti markkinoita seuraavia henkilöitä, on alkanut ottaa käyttöönsä keltaisen lehdistön tapaisia keinoja saadakseen huomiota tekemilleen analyyseille. Opstockin analyytikko on Soneraa koskevassa analyysissä käyttänyt mm. seuraavia ilmaisuja [kursivointi tässä]. 20.2.2002 päivätyn analyysin otsikkona oli ”Yrityskäynti. *Operaatio Barbarossa* Venäjälle käynnistetty”. Yhteenvetokappaleessa oli seuraavia havaintoja: ”Sonera evaluoi nyt strategiaansa *karmean potentiaalin* omaavalle Venäjälle. Yhtiöllä on erittäin vankat näytöt osakkuuksiansa menestyksellisestä hallinnasta ja exiteistä – – Sonera saattaa konsolidoida Venäjän markkinoita *ryyhkeästi* lyhyelläkin tähtäimellä. Megafonin rakenne on jo nytkin *valmis rouhimaan markkinaosuutta* Venäjällä.” Vain 10 päivää myöhemmin sama analyytikko toisti osta-suosituksen Soneralle otsikolla ”Operaatio Barbarossa:

³²⁰ Talouselämä 23.11.2001: *Tietoenator juuttui Pohjolaan*.

³²¹ Myös investointipankit on markkinaosapuoli, mutta tämän tutkimuksen fokuksen kannalta vähemmän tärkeä, koska vaikuttaa markkinatiedon muodostumiseen vain välillisesti muiden kautta. Tässä suhteessa samassa asemassa voivat olla konsultti- ja viestintätoimistot.

³²² Media on joutunut yhtiön sijasta turvautumaan toisen käden epävarmoihin lähteisiin, mm. analyytikoihin, joille taas julkisuus on myynnin edistämistä tai muuta omien etujen ajamista.

*Koukkaus Kaukasuksen kautta” ja yhteenvetoteksteissä ”Briljantti liike! Sonera irtautuu Finturin tappiodynamosta – ensi askel kohti Venäjän valloitusta”.*³²³

Edellä mainittu tapa kiteyttää yhtiön monimutkaiset ulkomaantoiminnot herättää huomiota. Analytyikkosuhteet ovat medialle olennainen tietolähde, jonka merkitys on kasvanut sitä mukaa, kun yritykset ovat alkaneet säännöstellä kanssakäymistään median kanssa ja kun median omat tutkimusmahdollisuudet kustannussyistä ovat heikentyneet. Siksi on ymmärrettävää, että tiedon voi tehdä lähtökohtaisesti luotettavaksi ainoastaan yhtiön oma kannanmuodostus, joka on säädetyllä tavalla julkaistu.

Arvioitaessa, onko jokin seikka markkinoiden tiedossa, tulee siis ensisijaisesti huomioida yhtiön julkistamat tiedot, jotka luovat perustan myös tulevalle tiedonantovelvollisuudelle. Tämän ohessa voidaan harkita, mikä merkitys voidaan antaa toimialan ominaisille piirteille ja yhtiön aiemmin käyttämälle tiedotusmenettelylle ja -muodolle. Markkinatiedon rajausten kautta voidaan toisaalta osoittaa, milloin kyseessä on yhtiön julkistama tieto, ja toisaalta se, mitä yhtiö voi edellyttää julkistamansa tiedon käsittelyltä muilta osapuolilta. Tällä rajankäynnillä voidaan arvioida tiedonantovelvollisuutta suhteessa jo julkistettuihin tai julkistamatta jätettyihin tietoihin. Samalla arviointi heikentää yhtiön mahdollisuuksia vetäytyä pistemäisesti, yksittäin julkistettujen tietojen sisällön taakse.

4.5 MEDIAN TIETO

Arvopaperimarkkinoiden toimivuuden pääedellytysten, puolueettomuuden ja tehokkuuden tarkoituksena on taata se, että sijoittajilla on yhdenvertaiset mahdollisuudet oikean tiedon saantiin. Siten markkinaosapuolia ovat kaikki ne, jotka saattavat markkinoille tai käsittelevät, valikoivat, muokkaavat, jalostavat tai levittävät sijoittajien tavallisesti sijoituspäätöksensä perustaksi käyttämää tietoa. Tällä perusteella myös media on tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen vaikuttava markkinaosapuoli.³²⁴ Media ei vain välitä tietoa, vaan se myös luo, muokkaa ja muuttaa sitä. Yhtiön on huomioitava tämä.

³²³ Operaatio Barbarossaksi kutsuttu Saksan hyökkäys Venäjälle päättyi alkumenestyksen jälkeen onnettomasti, joten vertaus oli epäonnistuneesti valittu suhteessa muuhun analyysistä ilmenevään arvioon.

³²⁴ Myös *Healy – Palepu*, 418, katsovat taloustoimittajien kuuluvan markkinaosapuoleksi. – Tällaisia markkinoita käsitteleviä medioita ovat luonnollisesti talousasioista uutisoivat sanomaja aikakauslehdet, valtalehkien talousosastot, television taloustoimitukset sekä vastaavat, mutta eivät sen sijaan esimerkiksi sellaiset erikois- ja harrastuslehdet, joiden roolina ei ole talousuutisten välitys ja joiden luotettavuusarvoon arvopaperitiedon välittäjänä lukija osanee suhtautua muutoinkin varauksellisesti. – *Wilhelmssonin* 2001, 332, mielestä myös lukijoilla on erilaisia odotuksia. Siksi on ajateltavissa, että vastuu olisi erilainen ns. valkoisella tai keltaisella lehdistöllä.

Kun yhtiöiden liiketoimintaa tehdään yhä enemmän julkisuudessa, tiedonantovelvollisuuden tarkastelua ei voida rajoittaa vain yhtiöön, vaan on huomioitava median vaikutus yhtiön mahdollisuuteen täyttää lain vaatimukset. Media uutisoi kaupallisin ja journalistisin perustein yhtiön julkistamia tietoja. Uutisointi saattaa perustua puutteellisiin, pahimmassa tapauksessa jopa tekaistuihin tietoihin. Media saattaa käyttää myös kyseenalaisia keinoja tiedonhankinnassa, mikä vaikuttaa haitallisesti yhteiskunnan pyrkimykseen markkinaluottamuksen ylläpitämiseksi. Mediantieto eroaa yhtiöntiedosta ja markkinatiedosta juuri median roolinmukaisen toiminnan vuoksi.

Yrityksistä kertovat uutiset eivät vain reaktiivisesti heijasta yritystodellisuutta, vaan ne myös aktiivisesti (ja joskus tahtomattaankin) luovat sitä. Mediassa esitetyt väitteet yhtiön tilasta voivat muuttua itseään toteuttaviksi ennusteiksi. Uutisten kertomisesta on siirrytty niiden ennustamiseen ja tällä tavoin yhtiöstä kirjoittaminen vaikuttaa niiden toiminnan suuntaamiseen. Siksi on tiedollisesti ja moraalisesti tärkeää tehdä ero sen välillä, mikä on kenenkin tekemää ja vastuulla.³²⁵

4.5.1 Media yhtiöntiedon välittäjänä ja tulkitsijana

Arvopaperimarkkinoita koskevaa tietoa on jatkuvasti tulkittava. Media on keskeinen osa tätä tulkintakoneistoa. Media vaikuttaa sekä kuplien syntymiseen että niiden puhkeamiseen.³²⁶ Positiivisuus voi herättää yliodotuksia, joita joudutaan alentamaan, negatiivisuus taas saattaa johtaa entisten ongelmien esiin kaivamiseen ja niiden ”lämmittämiseen”, käsittelyyn uudelleen julkisuudessa. Media vaikuttaa siten osakkeenomistajien varallisuusarvojen syntymiseen ja häviämiseen sekä markkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen.

Yhtiön on julkistettava tiedot (paitsi pörssille myös) keskeisille tiedotusvälineille³²⁷ siitäkin huolimatta, että mediat ovat itsenäisiä, kaupallisia yrityksiä.

Koska jälkimmäiseltä odotetaan enemmän viihteellisyyttä ja vähemmän totuudellisuutta, tulisi jälkimmäisiä myös kauppaoikeudellisesti arvioida lievemmin. Tämä ratkaisu olisi myös kuluttajaoikeudellisten, legitiimien odotuskriteerien mukaista, mutta olisi tuskin yhteiskunnallisista syistä hyvä ratkaisu. – Talusteoreettinen tehokkuus edellyttää, että niiden, jotka vastuun parhaiten pystyvät kantamaan, pitäisi kantaa suurin osa riskistä. *Kultti*, 35.

³²⁵ *Niiniluoto*, 22.

³²⁶ Vrt. tutkimuksia ylireagoinnista rahoitustieteessä, esim. *Honkapohja*, 8, jonka mukaan kuplia voi esiintyä täysin rationaalisissa tilanteissa. Se johtuu siitä, että jos kaikki markkinoilla toimivat taloudenpitäjät uskovat osakkeen hinnan riippuvan joistakin ulkoisista tekijöistä, niin osakkeen hinta tulee niistä riippuvaiseksi, koska osakkeen hinta riippuu seuraavan ajanjakson odotetusta hinnasta. Näin varallisuusesineiden hintoihin tulee ylimääristä vaihtelua suhteessa fundamentteihin. Tämä ylimääräinen prosessi voi kuitenkin olla myös esimerkiksi satunnaisesti ”puhkeava” ja saada aikaan varsin äkillisiä pudotuksia hinnoissa.

³²⁷ Keskeisenä tiedotusvälineenä on lain esitöissä mainittu esimerkkinä STT. KM 1987:44, 301. – Vrt. *Samuelsson*, 296: Enligt BiH är det tillräckligt om en kommunké samtidigt lämnas till TT och en daglig rikstidning. Det understryks att detta är ett minimikrav.

Tiedotusvälineillä ei ole kuitenkaan velvollisuutta julkistaa tietoa, vaan media toimii kulloistenkin uutiskriteerien mukaan, jotka voivat vaihdella päivittäin.³²⁸

Toisin kuin yhtiö, media voi päättää itsenäisesti, milloin se julkistaa tietoonsa tulleita seikkoja. Sillä ei ole velvoitetta julkistaa tietoja heti, vaan se voi tehdä työtä jopa viikkoja ennen tiedon julkistamista ja odottaa sellaista ajan-kohtaa, jolloin julkistaminen saa aikaan suurimman mahdollisen huomion. Usein juuri suuri huomio saa aikaan suurimman medialle syntyvän hyödyn – ja myös joskus suurimman vahingon yhtiölle. Näin media voi hyötyä yhtiön kustannuksella. Ongelmaksi median kohdalla tulee vahingoittamistarkoituksen ja huomion tavoittelun välisen eron todentaminen. Tavoitellessaan mahdollisimman suurta huomiota media toimii roolinsa mukaisesti, samalla kun vahingonmahdollisuus kasvaa.

Vuosina 1991–1993 ei-liikevaihtoverovelvollinen yhtiö Nostokonepalvelu Oy oli myynyt nostureita liikevaihtoverovelvolliselle Watrex Oy:lle. Watrex Oy oli myynyt osan nostureista edelleen ulkomaille ja hakenut kauppohen johdosta tekemiensä ostovähennysten perusteella liikevaihtoveron palautusta Uudenmaan lääninverovirastolta, joka oli maksanut palautusta yhtiölle 1991–1993 5,5 miljoonaa markkaa. Verotarkastaja oli todennut kauppohen tapahtuneen liiketoiminnan muodossa ja menettelytapojen osalta oikein. Valtionasiamies oli tutkinut verotarkastuspäätöksen eikä ollut siitä valittanut.

Helsingin Sanomat oli 2.10.1996 julkaissut artikkelin, joka oli otsikoitu ”Verohallituksen Tammi mukana yritykseen jota epäillään miljoonien luv-petoksesta. KRP tutkii yli 50 miljoonan nosturikauppoja”. Kirjoituksen johdosta poliisi suoritti yhtiöiden tiloihin kotietsinnän, teki takavarikot ja määräsi epäillyn matkustuskieltoon. Turun kärjäoikeus oli 13.11.1997 katsonut, ettei ollut todennäköisiä syitä epäillä toimitusjohtajan syyllistyneen törkeään veropetokseen ja hylännyt takavarikkoon määräämistä koskevan vaatimuksen. Turun hovioikeus pysytti 27.3.1998 antamallaan tuomiolla kärjäoikeuden päätöksen. Apulaisvaltakunnan-syyttäjän vaatimuksesta kihlakunnansyyttäjä teki asiassa uuden syyteharkinnan, mutta tämäkin teki syyttämättä jättämispäätöksen. Välikäsiyhtiön käyttäminen oli ollut laillinen, oikeuskäytännössä vakiintuneesti hyväksytty menettely. Lehti oli jatkanut juttujen julkaisemista yhteensä 21 artikkelilla aina lokakuuhun 1999 saakka huolimatta kärjäoikeuden ja hovioikeuden päätöksistä.

Nostokonepalvelu ja sen toimitusjohtaja nostivat asiasta kanteen Helsingin kärjäoikeudessa. 29.6.2001 annetussa päätöksessä oikeus katsoi toteennäytetyksi, että Helsingin Sanomien väitteet eivät vastanneet tosiasiallista tilannetta eivätkä pitäneet paikkaansa. Samoin ei pitänyt paikkaansa väite kirjanpitoaineiston hävittämisestä. Se, että yksittäinen ri-

³²⁸ Käytännössä valtasanomalehdet julkistavat päivittäin kaikkien yhtiöiden osakkeen noteerauksen, johon voidaan katsoa tiivistyvän tehokkaan markkinakäsityksen mukaan kaikki yhtiötä koskeva informaatio. Myös televisio kertoo usein talousuutislähetyksissään vaihdetuimpien osakkeiden kurssikehityksen.

kostutkija pitää aineiston hävittämistä talousrikosten yhteydessä tavanomaisena, ei oikeuta toimittajaa julkisesti väittämään tällaista tapahtuneen nimetyssä yksityistapauksessa. Pääosin muidenkin kirjoitusten esittämistapa oli pysynyt samantapaisena ja antanut yksipuolisen ja lopputulosta vastaamattoman kuvan asiasta. Uutisointi oli luonut kantajista kuvan, jossa heidän oli katsottu syyllistyneen rikoksiin, veropetokseen, törkeisiin veropetoksiin ja rikolliseen menettelyyn, kirjanpitoaineiston hävittämiseen ja olleet omiaan saattamaan heidät halveksimisen alaisiksi ja haittaamaan heidän elinkeinoaan ja menestystään.

Teon tuottamuksellisuutta ja tahallisuutta koskevassa ratkaisun osasaan oikeus katsoi toimittajalla olleen tiedossa poliisin esittämä päinvastainenkin kanta eikä hän ollut ollut myöskään yhteydessä kantajiin eikä kertonut näiden käsitystä asiasta. Helsingin Sanomat oli julkaissut asiasta yhden vastineen, mutta sen yhteyteen oli poikkeuksellisesti liitetty toimituksen jälkikirjoitus, jonka perustellusti oli voitu katsoa vievän vastineelta sen arvon. Oikeus katsoi toimittajan useita kertoja rikkoneen Suomen journalistien eettisiä ohjeita, joiden mukaan *kansalaisilla on oikeus saada oikeita ja olennaisia tietoja, joiden avulla he voivat muodostaa totuudenmukaisen kuvan yhteiskunnasta*. Tietojen paikkansapitävyys on niiden mukaan tarkastettava useasta eri lähteestä ja tietoihin on suhtauduttava kriittisesti, etenkin jos tietolähteellä saattaa olla omia intressejä tai vahingoittamistarkoituksia. Virheellinen tieto on oikaistava, ankaran arvostelun kohteen oma kanta on tuotava esiin eikä syyllisyyteen tule ottaa kantaa etukäteen. Oikeus totesi, että yhtiön toiminnassa oli kirjoittelun alkamisen jälkeen tapahtunut epäedullinen muutos, liikevaihto oli laskenut ja yhtiölle oli aiheutunut ylimääräisiä kuluja. Eri paikoissa oikeuden päätöstä käy ilmi, että 2.10.1996 julkaistu artikkeli oli ratkaisevin mitä tulee paikkansa pitämättömiin väitteiden ympärille rakennettuihin artikkeleihin, poliisin aloittamaan tutkintaan ja myös muiden lehtien kirjoitteluun (vaikka niissä ei moitittavaa löytynytäkään) ja niiden aikaansaamaan tapahtumavyöryyn. [kursivointi tässä]

Tuomiolauselman mukaan Sanoma Osakeyhtiö veloitettiin maksamaan Niemisille henkisestä kärsimyksestä kummallekin 230 000 markkaa ja Nostokonepalvelu Oy:lle 15 miljoonaa markkaa. Helsingin hovioikeus kumosi käräjäoikeuden tuomion ja hylkäsi kanteen kokonaisuudessaan kirjan jo mentyä painoon. Hgin HO S/01/2784 (17.11.2003). Ei lainvoimainen.

Mikäli Nostokonepalvelu olisi ollut julkisesti noteerattu yhtiö, on problemaattista, olisivatko osakkeenomistajat saaneet mitään hyvitystä perättömistä kirjoitteluista aiheutuneesta osakkeen arvon laskusta, kun heidän olisi voitu katsoa saaneen hyvitystä yhtiölle tulleen edun hyvityksen kautta.

Media voi rakentaa uutisoinnin myös jatkokertomuksen varaan: se paljastaa ensi vaiheessa vain osan, odottaa yhtiön reaktiota, paljastaa sitten seuraavan osan ja tällä tavalla rajoittaa yhtiön mahdollisuuksia puolustautua.³²⁹ Samalla se

³²⁹ Uudelleen julkaistavissa jutuissa eivät useinkaan ole mukana alkuperäiset faktat, vaan ainoastaan mekaanisesti toistettut syytökset. Ks. uudelleen, toisissa medioissa julkaistavien juttujen oikeudellisista vaikutuksista Yhdysvalloissa Buell, 971–972.

luo itselleen entistä paremmat mahdollisuudet hyötyä tilanteesta. Jutut näyttävät olevan spontaanisti ja päivittäin tehtyjä, vaikka niiden asiasisältöä ja taustatietoa on kerätty jo pitkään. Tuntuu luonnolliselta ajatella, että mitä merkittävämmästä asiasta on kysymys, sitä suurempi pitäisi myös yhtiön oikaisuoikeuden olla tai sitä suurempi pitäisi olla median vastuu virheellisten tietojen levittämistä. Jos yhteiskunta suo medialle sananvapauden³³⁰ ja siihen liittyvän vallan, siltä on voitava edellyttää myös sen mukanaan tuomaa vastuuta.

Samuelsson on käsitellyt lyhyesti median roolia tiedonvälittäjänä todeten, että vapaa mielipiteenmuodostus on katsottu niin keskeiseksi kulmakiveksi modernissa demokratiassa, että *eroa harhaanjohtavien tietojen levittämisen ja mielipiteen esittämisen välillä voi olla vaikea tehdä*.³³¹ Sama pätee myös yrityksiin: Ero yhtiön tiedottamisen ja harhaanjohtamisen välillä on myös vaikea tehdä, kun julkisuuteen annetaan kevyitä lausuntoja, jotka ovat ”vain jonkin johdon jäsenen yksityisajattelua” eivätkä ”yhtiön virallinen näkemys”. Näin harmaalle alueelle jäävän tiedon voi odottaa kasvavan, mikä heikentää sijoittajan mahdollisuutta omaehtoisen ja perustellun arvion tekemiseen arvopaperin arvosta. Medialla on toki positiivinen yrityksen valvontatehtävä, joka kohdistuu tavallisesti osakkeenomistajien enemmistön ja vähemmistön keskinäiseen suhteeseen. Mitä jyrkempi enemmistön ja vähemmistön vastakkainasettelu on ja mitä suurempi vähemmistön etujen loukkaus on, sitä tärkeämpi on median valvova rooli. Tämä rooli korostuu osakeomistuksen hajautuessa. Sen voidaan ajatella olevan osa heikomman suojan järjestämistä oikeudenkäytön täydentäjänä.

Mediantiedon ja muiden tiedonmuotojen ero on konkreettisimmillaan silloin, kun tiedon lähteiden välillä on ristiriitoja. Mediantieto valitsee itse uutisoinnin näkökulman ja painotuksen. Mediantieto voi sisältää yhtiön julkistaman tiedon lisäksi sen itse muista lähteistä hankkiman tiedon. Näiden pohjalta media voi kuitenkin luoda näkökulman, joka voi antaa yhtiön julkistamille

³³⁰ *Mill*, 60–61, on maininnut neljä syytä ”mielipiteen ilmaisemisen vapaudelle”: (1) any opinion that is silenced may actually be the truth; (2) even correct statements often contain ’a portion of truth’, and the ’whole truth’ is determined by the ’collision of adverse opinions’; (3) unless the truth is determined by open debate, people will be sceptical of its rational basis; and (4) truth will no longer be anything more than dogma, and human experience will no longer be reflected in people’s mind. – Tilanne on kuitenkin nykypäivänä huomattavasti toisenlainen kuin silloin kun *Mill* kirjoitti (v. 1859) edellä lainatut sanat. *Ramonet*, 64, toteaa, että ”eräs suurista eroista viime vuosikymmenten ja sitä välittömästi edeltäneen maailman välillä on nimittäin se, että tieto ei ole enää harvinaista kuten se oli vuosisatojen ajan. Ennen modernia aikaa sanottiin, että se, joka kontrolloi tietoa kontrolloi valtaa – – Nykypäivänä tietoa on tarjolla liikaakin – – ja tätä kautta siitä tulee mahdotonta hallita. – Sanan ja mielipiteen rajoittamaton vapaus on ollut muunkin kritiikin kohteena. *Buell*, 974 av. 44, viittaa kritiikkiin, jonka mukaan sanankäyttö ei eroa muusta ilmaisutoiminnasta (from other ’expressive’ activity), jota valtion on kyllä katsottu voitavan säännellä.

³³¹ *Samuelsson*, 147.

tiedoille kokonaan toisen merkityksen. Mediantieto pahimmillaan sisältää huolimattomuudesta johtuvia virheellisiä ja harhaanjohtavia tietoja yhdistyneenä laajaan huomioarvoon.³³²

Yhtiö pyrkii tietoja julkistaessaan siihen, että se saisi sanomansa perille siinä muodossa kuin se on sen lähettänyt.³³³ Medialle on taas lähes itseisarvo se, että se on kyennyt löytämään tietoon oman näkökulman. Lukijoidensa vuoksi se pyrkii osoittamaan, että se on ollut paikalla siellä, missä tapahtuu ja että sillä on erilaiset, mielenkiintoisemmat ja syvällisemmät tiedot kuin muilla medioilla. Sen tehtävänä ei ole tyytyä raportoimaan vain sitä, mitä tiedottava yhtiö sen haluaisi raportoivan. Medialle on ominaista kriittisyys annettuja yhtiön tietoja kohtaan, ja näin näkökulmat samaan tietoon ovat lähtökohtaisesti erilaiset.

Yhtiön mahdollisuudet vaikuttaa sitä koskevan liiketoiminnan uutisointiin ovat hyvin rajalliset. Vaikka medialla on rikosoikeudellinen vastuu tahallisen vahingon aiheuttamisesta perättömillä kirjoituksilla, pelkkä rikosilmoituksen tekeminenkin on yhtiön näkökulmasta usein mahdotonta pelkästään siitä syystä, että asia tulisi toistetuksi eri medioissa moninkertaisesti verrattuna alkuperäiseen juttuun.³³⁴ Näin ilmoituksesta aiheutuisi vielä suurempi vahinko, kun itse rikosilmoituksesta tulee uutinen, jonka kehittymistä seurattaisiin. Tätä ei yhtiön yrityskuva tavallisesti kestä eikä mahdollisesti saatava vahingonkorvaus siihen liittyvien hankalien näyttö- ja arviointiongelmien vuoksi yleensä kykene korvaamaan todellista haittaa. Näin yhtiön keskeisen hankkeen saama heikko vastaanotto mediassa voi vaikeuttaa koko hankkeen läpivientiä, jopa niin, että yhtiö joutuu jättämään koko hankkeen sikseen.

Paradoksaalista kyllä, on yhtiöiden etu, ettei niistä kirjoiteta sillä tavalla kuin ne itse haluaisivat. Jos näin kuitenkin tapahtuisi, juttujen uskottavuus alkaisi vähitellen kärsiä ja niiden huomioarvo vähenisi. Media ei puolestaan enää kykenisi toimittamaan tehtävänsä vahtikoirana, mistä syystä markkina-arvon muodostumiseen oleellisena osana kuuluva spekulatio vähenisi. Yhtiöstä kertovat jutut eivät juuri voi olla tasapuolisia ja ottaa aina huomioon yhtiön tilannetta kokonaisuutena. Uutiset eivät ole analyyseja. Jos ne olisivat tasapuolisia analyyseja, ne eivät valmistui-

³³² *Ramonet*, 31, esimerkiksi lainaa Kapuszinskia: ”Aikanaan uutisen suurin arvo oli sen totuusarvo. Meidän päivinämme päätoimittaja tai lehden toimitusjohtaja ei enää kyselä sen perään, onko jokin uutinen totta vai ei, häntä kiinnostaa vain, onko uutinen mielenkiintoinen. Jollei se ole, sitä ei julkaista. Eettiseltä kannalta tämä on huomattava muutos.”

³³³ Julkistamistavan valinnalla saattaa *Sillanpään* 1992, 648 av. 27, mukaan olla merkittävä vaikutus [esimerkiksi osto]tarjouksen onnistumiseen, koska usein tiedotusvälineiden ensireaktio on onnistumisen kannalta ratkaiseva. Erityisesti, jos ensireaktio on tavalla tai toisella negatiivinen, niin siten syntyneitä mielikuvaa on myöhemmin tarjousajan kuluessa hyvin vaikea korjata.

³³⁴ Yhdysvaltain oikeuskäytännössä ”neutraalin reportaasin” -doktriinissa (neutral-reportage doctrine) on asetettu erityiskriteerit (Edwards-test) toisessa mediassa referoitujen juttujen sisäl- löstä kannesuojan saamiseksi, *Buell*, 962 ja 992–995.

si median ilmestymisaikataulussa. Juttujen sisältämä *kärjistys on kaupallisesti toimivan median elinehto* yhtä paljon kuin yhtiön elinehto on liiketoiminnan saattaminen sijoittajalle ymmärrettävään muotoon. Uutistoiminnan luonteeseen kuuluu välttämättömänä osana nopeasykkeisyys ja yksipuolisuus. Tämä ei tarkoita sitä, että tiedot saisivat olla tietoisesti vääriä. Epävarmoilta uutisilta on voitava edellyttää suurempaa varovaisuutta, eikä vastuu mahdollisesti aiheutetusta vahingosta poistu julkistettujen tietojen epävarmuuden vuoksi.

Mediantieto voi luoda käsityksiä, joiden vääräksi osoittaminen vaatii yhtiöltä paljon ponnisteluja. Juurtuneen tiedon kitkeminen on erityisen vaikeaa. Tämä vähentää yhtiöiden halukkuutta tiedon julkistukseen ja tiedonantovelvollisuuden tarkoituksen täyttämiseen. Medialla on tiedon muokkaajana ja tulkitsijana ylivertainen asema muihin markkinaosapuoliin nähden.

4.5.2 Median rooli markkinaosapuolena

Median rooli on kertoa arvopaperimarkkinoilla toimivista yhtiöistä totuus³³⁵, mutta organisaatiolla ei ole edessään mustavalkoista valintatilannetta.

Niiniluoto kertoo kuvitellun esimerkin objektiivisen ja pragmaattisen totuuden erosta: ”Olettakaamme (täysin hypoteettisesti), että suun kautta nautittu poliorokote aiheuttaa suurelle osalle ihmisiä voimakkaan pahoinvointireaktion. Jos lääkintöhallitus julkistaa tämän tiedon, monet jäävät pois rokotuksista, jolloin myös toimenpiteet taudin leviämisen ehkäisemiseksi menettävät tehoaan. Jos taas lääkintöhallitus väittää vastoin parempaa tietoaan, että mitään sivuvaikutuksia ei ole, rokotus tuottaa halutun tuloksen, joka on myös ihmisten edun mukainen.” Tässä esimerkissä se, mikä on vastaavuusteorian mielessä totta, ei kuitenkaan ole hyödyllisintä ihmisten elämän kannalta. *Niiniluoto* kysyy, kumpi ”totuus” tiedotusvälineiden pitäisi julkaista, objektiivinen vai pragmaattinen.

³³⁵ Median journalistin ohjeissa käyttämiä, filosofisesti latautuneita termejä *totuus* ja *olennaisuus* (”Journalistin on työssään pyrittävä totuudenmukaiseen, olennaiseen ja monipuoliseen tiedon välitykseen.” Journalistin ohjeet: 8.) voidaan tulkita erilaisilla tavoilla. Termien aiottu merkitys (SSL ei ole tarkemmin esittänyt, mitä em. suositellut normit tarkoittavat) tulee luultavasti varsin lähelle objektiivisen journalismin teoriaa, jossa totuus korrespondenssiteorian mukaisesti ymmärretään viestin ja todellisuuden väliseksi vastaavuussuhteeksi. Sen sijaan lopputulos on varsin erilainen, jos totuus pragmatistiseen tapaan määritellään sellaiseksi informaatioksi, joka ”toimii” eli on ”hyödyllistä” ihmisen tai yrityksen elämän kannalta. Tällöin eri etuja edustavilla ryhmillä yhteiskunnassa voi olla omat, jopa vastakkaiset ”totuutensa”, jolloin myös ”totuutta kunnioittava” journalisti joutuu identifioimaan omat pyrkimyksensä jonkin eturyhmän intressien kanssa. *Niiniluoto*, 92. Ajatus totuudesta toimivuutena voi myös joissakin tilanteissa oikeuttaa sellaisen informoinnin, jota vastaavuusteorian näkökulmasta on pidettävä valehtelemisena.

Yhtiön tehtävä on *muokata* sanoma kohderyhmien hyväksyttäväksi liioittelematta rokote-esimerkin reaktiota kertomalla, että reaktio on mahdollinen ja ehkä eri henkilöillä erilainen. Tältä kannalta on eri markkinaosapuolten roolien erilaisuus, jopa vastakkaisuus arvopaperimarkkinoilla olennainen tekijä markkinoiden tehokkuudelle. Yhtiön roolin mukaista on katsoa tiedonantovelvollisuutta vain omasta näkökulmastaan käsin ja ottaa huomioon suhde markkinoihin ja sen reaktioihin. *Media katsoo omia kaupallisia intressejään, mutta vaikuttaa samalla markkinaluottamukseen.*³³⁶

Kyseessä on siis jatkuvan tasapainotilan hakeminen eri markkinaosapuolten intressien välillä, jossa *kullakin osapuolella on oma roolinsa* ja sen mukaan painottunut pragmaattinen totuus, mutta samalla myös velvollisuutensa markkinoita kohtaan tunnettuun luottamukseen.

”Kesäkuussa 2001 Pohjola ja investointipankki Conventum julkistivat fuusion, jonka tuloksena Conventumin omistajat saivat viidenneksen Pohjolasta, ja Conventumin perustajasta Peter Fagernäsistä tuli Pohjolan hallituksen päätoiminen puheenjohtaja ja yhtiön suurin henkilöomistaja.

Fagernäs ja Heliövaara visioivat Pohjolalle loistavan tulevaisuuden. Conventumin avulla Pohjolasta piti tulla yksi maan johtavista sijoituspalvelujen tarjoajista. Perinteisellä toimialallaan eli vahinkovakuuttamisessa sen on määrä ottaa johtava asema takaisin Ifiksi muuttuneelta Sammolta. ’Tästä ei puutu enää kuin pankki’, Fagernäs tokaisi kesäkuun tiedotustilaisuudessa.

Siitä alkoi hellittämätön arvuuttelu ja vihjeiden jakelu Pohjolan pankkikumppanista. Kun toimittaja tarpeeksi monta kertaa arvaa, osuman todennäköisyys kasvaa, ja myöhemmin voi kehua olleensa oikeassa.

Tammikuun [2002] lopulla Pohjola antoi lisää aihetta arvailuille. Yhtiö antoi pörssitiedotteen, jonka mukaan se kuukauden kuluttua eli 28. helmikuuta kertoo tilinpäätöksensä ohella ’strategiansa pääkohdat’. Siis kertoo muun muassa ’puuttuvan pankin’ nimen. Tässä sitä nyt ollaan. Keskustelut, neuvottelut ja tunnustelut jatkuvat ties kuinka monella taholla. Mikä kirous Pohjolaa riivaa?”³³⁷

³³⁶ Pöyhösen 1997, 549, mukaan vastuuajattelussa perinteinen kolmannen käsite ei modernissa taloudellisessa toiminnassa enää kuvaa eri tahojen asemaa. Kysymys on pikemmin asteikosta, jossa eräitä läheisiä ulkopuolisia intressitahoja on juridisia vastuuasemia määritettäessä perusteltua arvioida jopa pitkälle samaan tapaan kuin järjestelyyn osallistuneita osapuolia. – Vaikka Pöyhönen viittaa sopimusoikeudessa tarkasteltaviin osapuoliin, voinee informaatioonkin liittyviä läheisiä intressitahoja tarkastella samalla tavalla. Median suorite, yhtiötä koskeva uutinen tai kolumni on tarkoitettu siirrettäväksi edelleen markkinoille laajan henkilö- ja intressijoukon hyödynnettäväksi. Media tietää tämän, käyttää sitä kaupallisesti hyväkseen ja myös markkinoiden suoritetaan tähän tarkoitukseen. Siksi medialla on vastuu siitä, mihin intresseihin sen informaatio vaikuttaa ja miten, vaikka markkina olisi anonymikin.

³³⁷ Kauppalehti 18.3.2002: ”Tästä ei puutu enää kuin pankki.”

Edelläolevasta jutusta käy hyvin ilmi median rooli: sen tehtävä on julkistaa markkinoilla käytävä arvuuttelu ja osallistua siihen itsekin.³³⁸ Mutta se osoittaa myös, ettei edes laajalti mediassa julkistettu, oikeaankin osunut tieto voi olla riittävä juridinen peruste sille, että seikka olisi markkinoiden tiedossa AML:n edellyttämällä tavalla. Vain mediakirjoittelulla asiaa ei ole julkistettu. Vaikka AML:n mukaisia julkistuksen menettelytapoja ei uuden tiedon julkistuksessa ole käytetty, ei yhtiö voi vapautua suullisesti annetun tiedon mukanaan tuomasta vastuusta. Se on ts. julkistanut sen saamatta siitä kuitenkaan suojaa tulevia tilanteita varten.

Yhden selkeän vaikutuksen tiedon julkaiseminen tiedotusvälineessä saa aikaan: Tiedotusvälineessä julkaistu tieto ei enää ole luottamuksellista yritystietoa. Julkistamattomuus (siis se, että yhtiö ei ole julkistanut) ja luottamuksellisuus ovat läheisiä, mutta eivät identtisiä ominaisuuksia.³³⁹ Tiedon julkaiseminen mediassa ei tee tiedosta yhtiön näkökulmasta julkistettua, mutta sisäpiiriläisen näkökulmasta se ei enää ole luottamuksellista.³⁴⁰

Se, että pörssin säännöt ja lain esityöt tuntevat keskeiset tiedotusvälineet³⁴¹, merkitsee vain sitä, että niitä voidaan pitää jossain määrin täydentävänä julkistuskanavana, mutta juridista merkitystä niille ei voida antaa. Tämä johtuu median roolista. Lain mukaan yhtiöntiedon ainoa julkistuskanava on pörssi, mutta tiedon ei sitä kautta odoteta menevän suurelle yleisölle. Siksi täydentävänä kanavana ovat tiedotusvälineet. Lain mukaan tieto on julkinen, kun pörssi on tiedon saanut, vaikka pörssi olisi kiinni eikä kukaan olisi tietoa vastaanottamassa.

Keskeisiä tiedotusvälineitä koskevaa mainintaa lain esitöissä ei siis ole pidettävä kannanottona niiden rooliin oikeudellisen suojan antajana. Jos niiden mainitseminen on lainsäätäjän kannanotto markkinan monipuolisen informaation saatavuudesta markkinaluottamuksen takaamiseksi³⁴², se on sellaisena epäonnistunut. Sen osoittaa seuraava esimerkki.

Taloussanomat julkaisi 1.2.2002 etusivullaan pääjutun ”Sijoittajat suomivat Soneraa huonosta umts-tiedottamisesta”. Sisäsivun viidellä palstalla lehti otsikoi: ”Sonera jätti tiedottamatta italialaisen osakkuusyhtiön toimintojen jäädyttämisestä. Sijoittajat ihmettelevät Soneran tiedotus-

³³⁸ Arvuuttelu on hyväksyttävää niin kauan kuin sillä ei tahallisesti pyritä vahingoittamaan toista osapuolta. Sen sijaan ongelmallisempi on hyödyn tavoittelua koskeva kysymys. On luonnollista, että julkistamalla arvuuttelua, media pyrkii hyötymään uutisesta.

³³⁹ KM 1991: 48, 197.

³⁴⁰ Vrt. myös HE 157/1988, 46.

³⁴¹ HAOS 4.21 ja HE 1988:157, 29. Pörssin säännöt eivät tarkemmin eritele keskeisiä tiedotusvälineitä, kun taas HE käyttää näistä esimerkkinä Suomen Tietotoimistoa.

³⁴² Median mainitseminen edes täydentävänä julkistuskanavana on myös sikäli harvinaista, että tällä tavoin yhteiskunta edistää kaupallisin intressein toimivan markkinaosapuolen toimintaa kuitenkaan edellyttämättä siltä vastapalveluksia, ellei tällaisena pidetä lehtien vapaaehtoisesti ylläpitämää osakkeiden kurssinoteerausten listaa.

käytäntöä miljardihankkeen lykkääntymisestä.” Lehden mukaan italialaisen Ipse 2000 -teleoperaattorin omistajat, joihin Sonera kuuluu 12,55 prosentin osuudella, päättivät 30.1.2002 jäädättää yhtiön toiminnot määräämättömäksi ajaksi. Syyksi esitettiin kolmannen sukupolven matkapuhelinteknologian viivästyminen. Lehden mukaan sijoittajat paheksuvat yhtiön tiedotuskäytäntöä. Lehti lainasi Osakesäästäjien keskusliiton edustajaa, jonka mukaan kyse on niin merkittävästä asiasta, että siitä olisi pitänyt tiedottaa. Lisäksi viitattiin Rahoitustarkastuksen ohjeisiin ja haastateltiin pörssin valvontajohtajaa, joka totesi, ettei kurinpitolautakunta tutki tapausta, mutta seuraa asiaa. Lehti uutisoi lisäksi, että Italian viestintäministeri oli uhannut viranomaisten peruuttavan Ipsen toimiluvan, mikäli yhtiö jäädättää toimintansa. Seuraavan päivän pääkirjoituksessa Taloussanommat totesi, ettei ”yhtiössä ole vielääkään opittu kertomaan myös ikävistä asioista”.

Oliko lehden uutisointi asiasta markkinaluottamusta lisäävää? Lehtijuttu käsitteli yksinomaan sitä, ettei Sonera tiedottanut asiasta, ei sen sijaan sitä, mistä itse asiassa, Ipsen osakkaiden kokouksessa oli ollut kysymys ja josta Ipse oli julkistanut tiedotteen. Tiedotteesta oli käynyt ilmi, mitä kokouksessa oli päätetty (Ipsen välittömästä rahoituksesta, jonka järjestymistä oli yhtiön mielestä vaikea pitää ”negatiivisena seikkana”, ja Ipsen siirtymisestä suoraan 3G-liiketoimintaan, johon se nimenomaisesti oli lisenssin hankkinut). Osakkaat eivät erikseen tiedottaneet asiasta, kaikkein vähiten Soneralla oli siihen 12,55 prosentin omistuksen perusteella mahdollisuuksia. Jutussa ja pääkirjoituksessa mainittu Ipsen lisenssin peruutusuhka oli sekin perustunut yhtiön mukaan spekulatiiviseen lehtitietoon, ja asiaa hoitava ministeri oli kumonnut kyseisen uhkan päivää ennen pääkirjoituksen ilmestymistä. Siitä huolimatta lehti käytti seikkaa esimerkkinä asiasta, joka Soneran olisi tullut tiedottaa.

Soneran seuraavalla viikolla julkaistun oikaisun³⁴³ mukaan Soneralla ei lisäksi ollut tarvetta tiedottaa asiasta, koska Ipsen kokouksen päätöksillä ei ollut vaikutuksia Soneran Ipseä koskeviin sitoumuksiin ja velvoitteisiin, jotka oli tiedotettu jo aiemmin.

Median oma tiedontuotanto, siinäkin tapauksessa, että yhtiö olisi antanut sille kontribuutionsa, ei vapauta yhtiötä tiedonantovelvollisuudesta, vaikka tiedon saaman julkisuuden kannalta lopputulos olisi sama. On selvää, ettei media omalla tiedonhankinnallaan yhtiöstä voi vähentää yhtiön velvoitetta aktiiviseen tiedonjulkistamiseen. Vastuu on ainoastaan yhtiöllä, eikä se voi sitä antaa kellekään ulkopuoliselle. Medialla on eri rooli tiedon julkistamisessa ja motiiveissa julkistaa tieto kuin yhtiöllä. Yhtiö vastaa paitsi siitä, mitä julkistetaan, myös julkistettavien tietojen ja määrän riittävydestä.

Sonera lähti vuoden 1998 syyskuussa 1,1 miljardin markan sijoituksella vähemmistöomistajaksi amerikkalaiseen teleoperaattoriin Aerial Com-

³⁴³ Taloussanommat 6.2.2002: *Soneran pörssitiedottaminen ollut riittävää.*

municationsiin. Joulukuussa Aerialin pääomistaja Telephone and Data Systems (TDS) ilmoitti yllättäen aikeensa irrottautua Aerialista. Sonera ei tiedottanut asiasta Suomessa eikä TDS:n lähtösuunnitelmaa mainittu Soneran vuosikertomuksessa maaliskuussa 1999. Kauppalehdessä yhtiö ilmoitti syyksi passiivisuuteen, että se on keskustellut asiasta sijoittajien kanssa joulusta lähtien (puhunut siitä Suomessa monille henkilöille) ja että asia oli sen mukaan siksi hyvin markkinoiden tiedossa. Yhtiön edustaja totesi lehden mukaan: ”En ole nähnyt asiasta mitään isoa uutista Suomessa, ja jos lehdistö tekee läksynsä huonosti, niin sehän ei meitä paljon kiinnosta.”³⁴⁴

Median syytös yhtiön passiivisuudesta ei välttämättä aina ota huomioon muita tekijöitä kuin vain ao. uutisen kannalta kiintoisia seikkoja. Aerial oli Soneran osakkuusyhtiö ja tavallisen yhtiökäytännön mukaan osakkuusyhtiöt tiedottavat itse toiminnastaan. Lisäksi yksittäisistä tiedoista kertoessaan media ei usein tee tarkkaa selkoa asian todellisesta vaiheesta. TDS:n kannalta kyse oli aikeesta, jolloin toisen yhtiön aikeiden oma-aloitteinen kommentoiminen on vaikeaa, varsinkin jos tapahtumalla ei yhtiön näkemyksen mukaan ole vaikutusta strategiaan.

Eri markkinaosapuolten näkemykset tiedonjulkistamisen tarpeesta saattavat muodostua jännitteisiksi. Yhtiön käymät epäviralliset keskustelut sijoittajien tai median kanssa eivät ole tiedonjulkistusta, vaan *lähtökohtaisesti aina epäolennaisten tietojen kertomista*, jo julkaistujen tietojen tarkentamista. Siksi mediasa julkistettua tietoakaan ei ole pidettävä markkinatietona, jonka perusteella yhtiö voisi seikan jättää tiedottamatta. Jos yhtiö haluaa saattaa tiedon pätevällä tavalla julkisuuteen, sen on toimittava sillä tavalla kuin tiedon julkistamisesta on säädetty.

Median rooli arvopaperimarkkinan osapuolena on kuitenkin tärkeä, koska monet seikat jäisivät vaille huomiota ilman median uutisointia ja kommentointia. Myös markkinan hinnanmuodostus olisi vähemmän tehokasta ja markkinan viranomaisvalvontakin toimisi heikommin kuin muutoin. Tämä on myös uhka markkinoiden toimivuudelle ja itsesääntelylle. Jos viranomaisvalvonta puuttuu ensi sijassa niihin kohtiin, joihin mediakin kiinnittää huomiota, ja toisaalta katsoo läpi sormien sellaisia asioita, joilla ei ole medialle uutisarvoa, on vaara, että yhtiöiden arvonmuodostus alkaa syntyä yhä enemmän mediassa. Tällöin markkinoilla tapahtuva osakkeen päivittäinen hinnoittelu on ainoastaan mediassa tapahtuvan arvonmuodostuksen tekninen heijastuma.

Tämä tarjoaa myös yhtiöille mahdollisuuden spekuloida ja hyödyntää julki-

³⁴⁴ Kauppalehti 25.3.1999: *Piilotteleeko Sonera huonoja uutisia?* – Yhtiön keskustelut sijoittajien kanssa näin merkittävästä seikasta ovat sen sijaan kyseenalaisia ilman erillistä tiedonjulkistusta. Eri markkinaosapuolten näkemykset tiedonjulkistamisen tarpeesta saattavat muodostua jännitteisiksi. Tiedosta aiheutuva kilpailullinen jännite kuuluu markkinatiedon syntymisen peruspiirteisiin, mutta markkinaosapuolten keskinäinen jännite ei saisi estää osakkeen hinnanmuodostukselle välttämättömän tiedon saantia.

suutta.³⁴⁵ Ne voivat opportunistisesti julkistaa tiedon valikoiduille medioille, ennen kuin asiasta on edes laadittu pörssitiedotetta, ja tehdä journalisteista väliaikaisia sisäpiiriläisiä siltä varalta, että asia toteutuu. Jos yhtiöllä on syntymässä esimerkiksi merkittävä kaupallinen sopimus, yhtiö voi katsoa olevan kannattavaa ottaa edellä mainitun tapainen riski, jos se näin voi saada asialle laajan kansainvälisen huomion. Jos tieto julkistetaan painetulle medialle illansuussa, lehti ehtii illan kuluessa laatia siitä jutun, joka painetaan yön aikana ja julkaistaan aamulla ennen pörssin aukeamista.³⁴⁶ Tällöin yhtiöntiedosta voi tulla mediantietoa, ennen kuin yhtiö on julkistanut sitä pörssitiedotteena markkinatiedoksi. Sinänsä yhtiö ei ole toiminut oikeudellisesti selvästi vastoin lakia, mutta kuitenkin vastoin lain henkeä, koska lain tarkoitus on ollut varmistaa myös tiedon julkistuksessa noudatettavat menettelytavat.

Jännitteinen, markkinaosapuolten suhde tietoon tulee ilmi myös, kun toimittaja pyytää kommenttia yhtiöltä, joka aluksi kieltää seikan olemassaolon, mutta hetken kuluttua julkistaa toimittajan tiedusteleman seikan pörssitiedotteena markkinoille. Toimittaja on tällöin menettänyt mahdollisuuden hyötyä tiedosta itse, kun tiedon onkin julkistanut yhtiö. Yhtiön menettely on ymmärrettävä ja hyväksyttävä, jos yhtiö on varma siitä, että tieto on vuotanut. Säännöt eivät nimenomaisesti mainitse mitään siitä, riittääkö julkistamisvelvoitteeseen pelkkä mahdollisuus tiedon vuotamiseen³⁴⁷ [vuodosta, huhusta ja mahdollisuudesta olla kommentoimatta ks. luku 5.3.3]. Selvää sen sijaan on, että yhtiö ei voi sopia toimittajan kanssa tiedon myöhemmästä julkistuksesta, koska se ei voi tietää, kuinka laajalle tieto on levinnyt. Sillä ei ole muuta mahdollisuutta kuin joko olla kommentoimatta tai kieltää tiedon olemassaolo [ks. valheen hyväksyttävyydestä arvopaperimarkkinoilla 5.3.2], koska myöntäessään tiedon oikeaksi, se syyllistyisi itse vuotamiseen. Torjuessaan tiedon yhtiö hankki lisää aikaa ja kuitenkin turvasi sen, että sen omaa toimintaa pidetään asianmukaisena. Tällaiset tilanteet edistävät epävarman tiedon leviämistä markkinoille. Mediakin saattaa alkaa välttää tiedon tarkistamista, koska muuten se ei ehkä voi hyödyntää tietoa.

Varsinkin kriisitilanteissa tiedottaminen³⁴⁸ on vaikeaa, kun samaan aikaan on

³⁴⁵ Yhtiön kannalta jotkin asiat etenevät parhaiten kokonaan ilman julkisuutta, toiset tapaukset taas mahdollisimman suuren julkisuuden saattelemana, ja toisinaan siltä väliltä. Yhtiö myös harkitsee, miten jollekin asialle saataisiin mediassa synnytettyä kysyntää, jolloin mediankin mielenkiinto olisi suurempi. *Kysynnän etukäteinen luominen* voidaan joissain tilanteissa lukea tiedotusvastuun syntymiseksi esimerkiksi silloin, kun medialle annetaan vihje yhdistellä aiemmin julkistettuja tietoja, jolloin uusi tieto on pääteltävissä asiayhteydestä.

³⁴⁶ Sähköisten medioiden kohdalla ratkaisu on mahdoton, koska tiedosta tulee julkinen välittömästi levityskanavansa ansiosta ja se voi tällöin vaikuttaa toisella markkina-alueella toimivan, auki olevan pörssin kaupankäyntikurssiin.

³⁴⁷ Jos yhtiö on täysin varma, että tieto ei ole vuotanut, vaan tieto on median oman päättelyn tulosta, se voi olla myös kommentoimatta.

³⁴⁸ Vrt. edellä *Ekholm – Pasternackin* kaavio negatiivisesta julkistamiskynnyksestä [luku 4.2.1]. Käytännön kokemus kertoo, että kriisitilanteissa tietoja julkistetaan vain silloin, kun niiden julkistamatta jättämistä ei uskota kyettävän oikeudellisesti puolustamaan.

hoidettava itse asiaa ja siihen liittyviä neuvotteluja tiedotettavan asian eläessä koko ajan. Erityisen haasteellista se on silloin, kun yhtiön johto ei tiedä, mistä median uutisoimat tiedot tai väitteet ovat peräisin ja mikä on niiden taustalla oleva motiivi.

Toimittaja, saatuaan yhtiön valtuutetulta lausunnonantajalta tarkan tiedon siitä, että yhtiön hallituksen puheenjohtajan optiosopimuksen ehdoista oli päätetty hallituksen kokouksessa edellisvuoden yhtiökokouksen antaman valtuutuksen nojalla, jätti tämän tiedon huomiotta. Toimittaja laati uutisen, jossa enemmistöomistaja kiisti tienneensä hallituksen puheenjohtajan optioedun sisällöstä. Tämä perustui toimittajan hallituksen jäsenten kesälomamatkalta, musiikkijuhlien väliajalla puhelimitse myöhemmin saatuihin lausuntoihin, joiden mukaan nämä eivät muistaneet sopimuksen sisältöä.

Toinen esimerkki: Soittaessaan yhtiön valtuutetulle lausunnonantajalle toimittaja kertoi saaneensa valvontaviranomaisen lähteestä tiedon, jonka mukaan yhtiö pyrki vaikuttamaan viranomaisen tulkintaan lunastushinnan määräytymiseksi. Asiassa ei ollut perää, minkä yhtiön edustaja totesi. Toimittaja ihmetteli, mitä ao. korkea viranomainen oli mahtanut tarkoittaa, jolloin kysymyksessä saattoi olla joko virkamiehen taholta kyseenalainen menettely, jonka motiiveista tai mediahyödyn tavoittelusta oli vaikea päästä selville, tai toimittajan pyrkimys harhauttaa yhtiön edustajaa ja saada keksityllä väitteellä selville, oliko yhtiöllä mahdollisesti menossa vastaavia hankkeita.

Samoin kuin yhtiö voi opportunistisesti verhota virheellisen toimintansa vetoamalla jälkikäteen keksittyyn tarkoitukseen [ks. yhtiöntiedon ja markkinatiedon välinen ero, kappaleet 4.2 ja 4.4], samoin voi mediakin toimia julkistaessaan perättömiä tietoja:

Sonera Oyj kanteli Julkisen Sanan Neuvostolle (JSN) Yleisradion 15.3.2001 esittämästä A-Plus -ajankohtaisohjelmasta, jonka aiheena oli kolmannen sukupolven matkaviestintäliiketoiminta ja siihen tehdyt investoinnit. Ohjelmassa käytiin läpi UMTS-luvista maksettuja hintoja ja todettiin, että ”Saksan UMTS-kisaan uskaltautuneelle Sonerallekin lupa maksoi 20 miljardia ja verkot 30 miljardia päälle”. Kantelun mukaan ohjelmassa väitettiin lähdetä mainitsematta ja mennyttä aikamuotoa käyttäen Soneran sijoittaneen ohjelman lähetysajankohtaan mennessä yhteensä 50 miljardia markkaa Saksan UMTS-liiketoimintaan. Sonera oli kuitenkin tulostiedotteessaan ja vuosikertomuksessaan ilmoittanut Espanjassa, Italiassa, Norjassa ja Saksassa tapahtuvaan UMTS-osakuusiyhtiöihin tehtävien kokonaisinvestointien olevan vuoteen 2005 mennessä yhteensä 30–36 miljardia. Ohjelmassa esitetyt luvut poikkesivat siis huomattavasti Soneran ilmoittamista.

Vastauksessaan Yleisradion television uutis- ja ajankohtaistoiminnan päällikkö kertoi ohjelman pyrkineen valottamaan kokonaisuudessaan ns. kolmannen sukupolven matkaviestinnän kohdalla syntyneitä riskiongelmia investointien suuruusluokan kautta. Tarkkoja lukuja ei mainittu,

koska tässä ohjelmayhteydessä sillä ei katsottu olevan sanottavaa merkitystä. Kun Soneran edustaja oli ottanut yhteyttä, hänen keskeinen huolenaiheensa oli vastaajan mukaan ollut *sijoittajainformaation ja ohjelmassa käytettyjen lukujen välinen ristiriita, niiden mahdollinen kertautuminen muussa tiedonvälityksessä ja vaikutus pörssikurssiin*. Tämän vuoksi Yleisradio liitti verkkosivuillaan ohjelmatietojen yhteyteen kapaleen tiedotteesta, jossa oli Soneran arvio sijoituksista. Sen sijaan Yleisradiossa ei nähty järkeväksi ryhtyä *vatvomaan* numeroita uudelleen televisio-ohjelmassa viikkoa alkuperäisen lähetyspäivän jälkeen.

JSN antoi vapauttavan päätöksen perusteenaan, että koska tämän koluokan sijoitukset sisältävät huomattavan määrän epävarmuustekijöitä ja lopulliset summat *saattavat* poiketa merkittävästi Soneran itsensä ilmoittamista, ei voida myöskään varmuudella sanoa, että ohjelmassa esitetyt luvut olisivat olleet virheellisiä.³⁴⁹ [Kurs. tässä]

Edellä olevat esimerkit kuvaavat sitä, miten yksi markkinaosapuoli, media, rajoittaa toisen osapuolen, yhtiön, mahdollisuutta suoriutua roolinsa mukaisesti, markkinaluottamukseen tähtäävästä toiminnasta. Samoin kuin yhtiön tulee antaa riittävät tiedot osakkeen arvon arvioimiseksi, samoin median tulee tarkistaa saamansa tiedot. Em. esimerkissä kuvatut tiedot olisivat olleet median helposti tarkistettavissa julkisistakin lähteistä.³⁵⁰ JSN:n ratkaisu irroitti asian tarkastelun laajemmista yhteyksistä, siitä, mitä tavoitetta *osapuolten roolin mukainen, luonnollinen toiminta* arvopaperimarkkinoilla pyrkii palvelemaan.

On selvää, että kaikki tulevaisuudessa toteutuvat luvut ovat aina ennusteita, ja lopulliset summat pyrkivät pikemmin poikkeamaan alun perin ilmoitetuista kuin pysymään samoina. Luvut olivat kuitenkin selvästi virheellisiä, eikä ohjelmassa myöskään esitetty toisenlaisia perusteita lukujen uudelleenlaskemiselle. Jos hyväksytään JSN:n oikeiden lukujen ilmoittamisen tarpeettomuutta koskeva ratkaisu tulevaisuuden lukuihin aina sisältyvien epävarmuustekijöiden vuoksi, voidaan myös viitata siihen keskusteluun, joka koskee tilinpäätöskäytännössä eri laskentamenetelmien käyttämisestä jo toteutuneissa luvuissakin. Nekin ovat monilta osiltaan laskentaperusteista riippuvaisia. Yhtiölle näissä luvuissa annettu toleranssi on pidetty kirjanpitolaissa pienenä. Vastaavaa tarkkuutta on edellytettävä medialtakin, jos tiedot ovat yhtiöstä helposti tarkistettavissa.

Jonkin markkinaosapuolen opportunistinen toiminta aiheuttaa vahinkoa ja *vie edellytykset toiselta markkinaosapuolelta täyttää roolin mukainen tehtävänsä* kaikille yhteisen markkinatiedon syntymisestä. Jos yhtiöllä on median kanssa toimimisesta huonot kokemukset sen toimittua julkisesti ilmoittamistaan periaatteista poikkeavalla tavalla ja yhtiö pysyy sen vuoksi vaiti, kaikille osapuolil-

³⁴⁹ JSN kantelu 3007/YLE/01.

³⁵⁰ Lisäksi median edustajan käyttämä ilmaisu asian vatvomisesta viittaa vähättelevään ja aliarvostavaan suhtautumiseen toisen osapuolen liiketoiminnan kannalta kriittisiin lukuihin kohtaan.

le aiheutuu haittaa. Sijoittajat jäävät silloin vaille sitä tietoa, jonka he muutoin olisivat saaneet. Kun toimijat vaikuttavat yhdessä markkinaluottamuksen syntymiseen, ei ole oikeudenmukaista, että yksi osapuoli (yhtiö) kantaisi vastuuta olennaisesti muita enemmän.

Kukin osapuoli kantaa vastuuta kokonaisuudesta roolinsa mukaan. Sijoittajalle kuuluu luonnostaan osa riskistä,³⁵¹ mutta vastuu riskin syntymisestä on myös muilla osapuolilla.

4.6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSIÄ TIEDONMUOTOJEN MERKITYKSESTÄ

Markkinaluottamuksen säilymiseksi ja tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksien määrittelemiseksi on edellä esitetty näkemys, jonka mukaan kullakin markkinaosapuolella on roolinsa mukaisesti erilainen suhde tietoon, sen käyttöön ja siten myös erilainen tiedonmuoto. Niihin sisältyvät oikeudelliset piirteet vaikuttavat siihen, miten yhtiö täyttää tiedonantovelvollisuutensa.

Yhtiö pyrkii pitämään tietonsa koherenttina ja hermeettisenä. Yhtiön rooliin kuuluu puolustaa julkistamaansa tietoa, jolla se luo yhtiölle uusia arvoja. Asian-
tuntija- ja maallikkosijoittajalle suunnattu tieto on erilaista. Lain esitöiden ajatus ns. huolellisesta sijoittajasta asetetaan kyseenalaiseksi, koska selkokieli-
set ja tiedon liiketoiminnan kokonaisuuteen liittävät tiedotteet auttavat ei vain huolellista, vaan kaikenlaisia sijoittajia. Institutionaalisilla ammatissijoittajilla on lisäksi resurssit hakea aliarvostettuja yhtiöitä aina, yksityissijoittajilla ei. Jos informaatio suunnattaisiin vain ammattilaisille, yhtiöiden valvonta heikkenisi, kun osa sijoittajista menettäisi mielenkiintonsa yhtiön asioiden seuraamiseen siksi, että informaatiota on liikaa ja se on vaikeaselkoista.

Markkinoilla yleisesti tunnettua tietoa ei tarvitse julkistaa. Markkinatiedon käsite on kuitenkin epäselvä. Tässä markkinatiedoksi on määritelty kaikki se markkinoilla tasapuolisesti kenen tahansa vastikkeetta saatavissa oleva tieto, jonka yhtiöt ovat toiminnastaan julkistaneet tai joka on virallislähteistä saatavissa. Tällä on rajattu pois se mahdollisuus, että yhtiö voisi jättää jotain olennaista julkistamatta sillä perusteella, että tieto on jo markkinatietoa.

Median rooli tiedon välittäjänä ja tulkitsijana joutuu tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden näkökulmasta kriittiseen valoon silloin, kun median julkistamat tiedot ovat puutteellisia tai harhaanjohtavia. Kärjistys on kaupallisesti toimivalle medialle elinehto ja yhtiön mahdollisuudet vaikuttaa siitä julkistettavien tietojen totuudenmukaisuuteen ovat rajalliset. Tässäkin markkinaosapuolten tiedonmuodot eriytyvät. Jonkin markkinaosapuolen opportunistinen toiminta

³⁵¹ Rudanko 1998, 370, kutsuu tätä ”perusriskiksi”, josta esimerkkinä yhtiön omistusrakenteen muutosten vaikutukset arvopaperin arvoon.

saattaa aiheuttaa vahinkoa ja viedä edellytykset toiselta markkinaosapuolelta täyttää roolin mukainen tehtävänsä kaikille yhteisen markkinatiedon syntymisestä.

Muilla markkinaosapuolilla on vastuu osallistumisestaan arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Siksi vastuu sijoittamisen onnistumisesta ja riskistä ei ole yksin sijoittajalla, vaan osaksi yhtiöllä, jonka antamien tietojen pohjalta osapuolet muodostavat kuvan yhtiön todellisuudesta. Median tulisi roolinsa mukaisesti valvoa omalla tiedontarkistusprosessillaan, ettei se loukkaa perättömillä tai perusteettomilla tiedoilla jonkin toisen markkinaosapuolen oikeutettua etua. Se, että totuudenmukainen tieto on jollekin vahingollinen, ei tietenkään ole peruste sille, ettei tietoa saisi julkaista, vaan tieto pitää julkaista silläkin uhalla, että se aiheuttaisi merkittäviäkin taloudellisia vahinkoja. Lehdistön vapaus on olennainen keino valvoa järjestelmän heikkouksia. Valvonnan uskottavuuden vastineena on kuitenkin oltava median lojaliteetti muiden osapuolten roolinmukaiseen toimintaan.

Yhtiöt voivat toteuttaa tiedonantovelvollisuutta joko niukasti tai tulkitsemalla tiedonantovelvollisuutta laajasti. Myös median toiminta voi olla joko ei-objektiivisuuteen pyrkivää tai pyrkimystä säilyttää neutraliteetti. Paras tulos saataisiin, jos molemmat toimisivat avoimesti asettaen julkistettavalle tiedolle korkeat sisällölliset laatuvaatimukset. Näin ei kuitenkaan tapahdu, koska lukuisat osapuolet eivät pysty keskenään sopimaan toiminnan avoimuudesta. Siksi yhteiskunnan on huolehdittava, että osapuolten valitsema käyttäytyminen ei heikennä markkinoiden edellytyksiä ja *palkitse avoimuuden vähentymistä, kun lain tarkoituksena on päinvastoin ollut lisätä avoimuutta*. Tämän vuoksi myös medialta voidaan perustellusti odottaa, että julkaistavat tiedot ovat kohtuullisessa määrin tarkkoja ja tasapuolisia. Eivät vain odotukset sinänsä, vaan nimenomaan perustellut odotukset saavat luottamuksensuojan kautta omaisuuden suoja varallisuutena. Ilman tällaista lähtökohtaa kaikki osapuolet häviävät markkinaaluottamuksen heikentyessä yhden osapuolen kaupallisten intressien takia.³⁵²

Tietojen erottelumalli (yhtiöntieto – sijoittajan tieto – markkinatieto – mediantieto) osoittaa, että jokin osapuoli voi pyrkiä hankkimaan etuja toisen osapuolen tiedonmuodosta väittämällä tiedon olleen jo aiemmin toisen osapuolen hallussa. Media pohjaa uutisensa siihen, mitä yhtiö tai muut osapuolet ovat sille kertoneet tai mitä ne ovat itse omalla työllään saaneet tietoonsa. Jos sitä kritisoidaan virheellisen tiedon levittämisestä, se pyrkii osoittamaan, että sillä on ollut perusteltu syy luottaa toisen osapuolen arvioon tilanteesta (koska tämä

³⁵² Kartio 1997, 159 ss., on kiinnittänyt huomiota kunniallisuuden ja rehellisyyden vaatimuksen keskeiseen merkitykseen kaikessa vaihdannassa. Esimerkiksi vilpittömän mielen suojan peruspyrkimyksenä on sulkea pois hyötymisen mahdollisuus siltä, joka tietoisesti ”osoittaa välinpitämättömyyttä toisen oikeudesta”.

on markkinaosapuoli) tai että tietoa on ollut liikkeellä jo aiemminkin.³⁵³ Analyttikko-osapuoli voi käyttää hyväkseen itse hankkimaansa tietoa tai syöttää medialle puutteellista tai kärjistettyä tietoa. Sijoittaja pyrkii osoittamaan, ettei se ole käyttänyt saamaansa sisäpiirintietoa omaksi hyödykseen, tai laimentamaan tiedon todellista merkitystä osoittamalla sen jälkikäteen ”merkityksettömäksi”. Yhtiö pyrkii osoittamaan, että markkinatieto on ollut mediantietoa, väärinymmärrystä tai merkityksetöntä tai että monet muutkin seikat ovat vaikuttaneet osakkeen arvoon.

Näin osapuolet pyrkivät *erottamaan tiedon kontekstistaan* ja paljastuessaan osoittamaan tiedon arvon todellisuutta pienemmäksi. Tämän seurauksena – jos johtopäätös hyväksytään – millekään yksittäiselle, pistemäiselle tiedolle ei jää sellaista merkitystä, että se yksin vaikuttaisi osakkeen arvoon. Ne tilanteet, joissa tiedolla voidaan osoittaa olleen selkeästi olennainen vaikutus osakkeen arvoon, ovat siten aina poikkeustapauksia, useimmille yllättäviä, merkittäviä tapahtumia, jotka yhtiö julkistaa, koska ei muuta voi.

Harhaanjohtavien tai väärien tietojen levittäminen markkinoilla tuhoaa varallisuutta (laajasti ymmärrettyä). Tämän vuoksi osapuolten roolit eriytyvät, asettuvat vastakkain ja vetävät yhteiskuntaa eri suuntiin. Osapuolten kesken vallitsee aina tietty jännite, mutta yksi osapuoli ei saisi kohtuuttomasti hyötyä toisen kustannuksella. Yksikään osapuoli ei voi toimia markkinoilla välittämättä toisista osapuolista eikä kohdella niitä omina olosuhteinaan, vaan niiden tulee ottaa huomioon toistensa edellytykset toimia. Toistensa etujen loukkaaminen vaikuttaa yleiseen markkinaluottamukseen sekä heikentää markkinan toimivuutta ja yhteiskunnan varallisuuden tehokasta kohdentumista.

Oikean tiedon erottaminen väärästä on tullut entistä vaikeammaksi arvopaperimarkkinoilla tiedon pirstaloitumisen ja pistemäisen tiedontarkastelun vuoksi. Mitä vaikeampaa se on, sitä enemmän yksittäisen tiedon sisältöä voidaan manipuloida ja sitä enemmän tiedon raja- ja reuna-alueita voidaan käyttää opportunistisesti. Siksi on *kehitettävä uusia välineitä tiedonantovelvollisuuden oikeudellista tarkastelua varten*. Jos jonkin markkinaosapuolen vastuuta tiedon levittämisestä ja sen oikea-aikaisuudesta ei kyetä määrittelemään, osapuolten mahdollisuudet manipuloida markkinoita lisääntyvät ja yhteiskunnan varojen tehokas allokaatio vähenee. Tämä puolestaan aiheuttaa epäoikeudenmukaista tiedon ja varallisuuden jakoa.

Tiedon muodot, jotka normaalissa toiminnassa menevät päällekkäin, sekoituvat eivätkä ole tarkkarajaisia, on edellä pyritty erottamaan toisistaan, jotta

³⁵³ Ns. Nostokonepalvelujutussa toimittaja puolusti tietojen julkistamista mm. sillä, että hänellä oli oikeus luottaa poliisin antamiin tietoihin. Käräjäoikeus katsoi kuitenkin, että toimittajan virheelliset käsitykset perustuivat vain poliisin käsityksiin ja suullisiin lähteisiin. Helsingin KäO 29.6.2001, 00/19812.

markkinaosapuolten yhteinen vastuu markkinaluottamuksesta kävisi ilmi. Tiedon muotojen sekoittuminen lisää spekulatiivisten tietojen esiintymistä markkinoilla. Siksi tiedonantovelvollisuudelle haetaan seuraavassa uusia ulottuvuuksia, jotta saataisiin parempi ote siitä, mihin oikeudellisessa tarkastelussa tulisi ottaa kantaa, kun yhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttymistä arvioidaan.

Markkinaosapuolten toimintaa arvioitaessa on lähtökohdaksi otettu kunkin osapuolen toiminnan luonnollinen suunta ja rooli. Yhden markkinaosapuolen opportunistinen toiminta saattaa viedä toiselta markkinaosapuolelta edellytykset täyttää tehtävänsä kaikille yhteisen markkinatiedon syntymisessä. Jos opportunistisen toiminnan mahdollisuuksia ei saada esiin, heikennetään markkinoiden edellytyksiä ja saatetaan palkita avoimuuden vähentymistä, vaikka lain tarkoituksena on ollut avoimuuden lisääminen.

Rudanko korostaa arvopaperimarkkinoiden osapuolisuhteiden muistuttavan monin tavoin sopimusoikeudellisia suhteita, jolloin osapuolisuhteita arvioitaessa voidaan ottaa huomioon yleisiä eli osapuolten väliseen suhteeseen liittymättömiä intressejä.³⁵⁴ Sen vuoksi tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla voi olla jopa tiukemmin sanktioitu kuin vastaavat velvollisuudet esimerkiksi sopimusoikeudessa. Tämä johtuu siitä, että markkinoiden luotettava toiminta on herkemmin kuin erilliset sopimussuhteet riippuvainen monista erilaisista tekijöistä, jopa markkinapsykologian kaltaisista irrationaaleista ilmiöistä, joilla ei ole samanlaista vaikutusta markkinoiden ulkopuolisissa sopimussuhteissa.³⁵⁵

Tästä klassisena esimerkkinä on amerikkalainen oikeustapaus *SEC v. Texas Gulf Sulphur* (1969)³⁵⁶. Yhtiö oli käyttänyt hyväkseen sisäpiirintietoa, joka koski naapurikiinteistöllä olevaa luonnonvarojen esiintymää. Tätä menettelyä pidettiin arvopaperimarkkinaoikeudellisten sisäpiirinsääntöjen rikkomisena; yhtiön olisi joko tullut julkistaa tietonsa tai pidättyä kaupoista. Sitä vastoin samaa menettelyä pidettiin sallittuna puhtaasti sopimusoikeudellisessa tilanteessa, kiinteistönkaupassa, jossa yhtiö oli ostanut itselleen kyseisen kiinteistön. Tiedon salaamista ei pidetty sopimuksen pätemättömyyden aiheuttavana perusteena.

Mainitussa ratkaisussa siis saman informaation antamatta jättämistä pidettiin arvopaperimarkkinaoikeudellisen, mutta ei sopimusoikeudellisen tiedonantovelvollisuuden rikkomisena. Tämä ristiriita voi johtua osaksi kaupan kohteiden erilaisista ominaisuuksista: ovathan osakkeet abstraktimpia ja volatiilimpia kuin kiinteistöt. Osaksi lienevät kuitenkin kyseessä markkinoiden erityispiirteet. Arvopaperimarkkinoilla osakkeiden volatiilit piirteet korostuvat markkinamekanismien ja markkinoilla vaikuttavien lukuisten epävarmuustekijöiden vaikutuksesta. Sopimus-

³⁵⁴ Avoimen systeemin sopimuskäsityksestä ks. *Rudanko* 1998, 59. Emissionjärjestäjän ja sijoittajien välisistä suhteista, 303–304.

³⁵⁵ *Rudanko* 1998, 280–281.

³⁵⁶ *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2nd Cir.1968), cert.den. 394 U.S. 976 (1969). Ks. ratkaisusta *Bergmans* 1991, 11 ss. ja *Rudanko* 1998, 280–281.

oikeudellista ankarammalla tiedonantovelvollisuudella on voitu edistää *yleistä luottamusta* [kurs. tässä] markkinoiden hinnanmuodostus-
kykyyn.³⁵⁷

Arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tavoitteet liittyvät kolmen edellyt-
tyksen täyttämiseen:

- (i) Informaation laatua ja määrää koskevalla sääntelyllä pyritään markkinoi-
den tehokkuuden ja luotettavuuden edistämiseen;
- (ii) Toinen edellytys on likvidiys eli toimivat jälkimarkkinat, joka on sekä
informaatioon että markkinoiden luotettavuuteen liittyvä tekijä;
- (iii) Markkinoiden luotettavuus on arvopaperimarkkinoiden edellytyksistä
yleisin ja sen voi sanoa sisältävän sekä takeet asianmukaisesta informaa-
tiosta että markkinoiden likvidyden.³⁵⁸

Kuitenkin kun sekä informaation laadun että määrän sääntely on osoittautunut
vaikeaksi, on luotava muita edellytyksiä, joiden tulee täytyä, ennen kuin infor-
maation laatua tai määrää voidaan edes tarkastella.³⁵⁹ Syynä tähän on myös se,
että yhtiöiden mahdollisuudet laadun ja määrän ohjaamiseen ovat kovin erilai-
set [vrt. luku 6.2].

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus on määritelty niiden kyvyllä suodattaa
informaatiota.³⁶⁰ Sana suodattaa on ymmärrettävä tässä yhteydessä ensisijaises-
ti kyvyksi siirtää informaatio hintoihin eli käsityksiin ostamisesta, myymisestä
ja odotuksiin arvopaperin arvosta. Mutta jos sanalla ”suodattaa” ymmärretti-
isiin samaa kuin valikoida, painottaa, välittää, läpäistä, myös informaatio ja
julkisuus saavat uusia merkityksiä. Tällöin on tärkeä ymmärtää kunkin markki-
naosapuolen rooli suodatustehtävässä.

³⁵⁷ Rudanko, 280–281.

³⁵⁸ Timonen 1997, 187–190.

³⁵⁹ Ei voi noudattaa liikennesääntöjä, ellei auto ole riittävällä teknisellä tasolla tai ohjauskykyi-
nen. Siksi sääntely pitää ulottaa koneistoon, ei vain käyttäytymiseen.

³⁶⁰ Tehokkuushypoteesit soveltuvat sääntelyn lähtökohdaksi vain pehmenettynä. Informaatio-
sääntelyn tavoitteena on, että markkinoiden hinnoittelumekanismi toimii mahdollisimman hyvin
ja että kaikki relevantti tieto on luotettavasti saatavilla. Toinen arvopaperimarkkinoiden sääntelyn
edellytys on likvidiys, jonka vuoksi olisi oltava mahdollisuus puuttua tilanteisiin, joissa likviidiys
on menetetty tai ratkaisevasti heikentynyt, erityisesti jos tämä aiheutuu yhtiöstä tai markkinaosa-
puolista. Ks. Timonen 1997, 187–190. – Näin on tosiasiaa käynyt monen yhtiön kohdalla, mutta
siitä huolimatta ei pörssi ole puuttunut näiden yhtiöiden julkistamaan informaatioon, vaan on
ilmeisesti katsottu, että tilanne saattaa mennä vielä huonommaksi erityisesti yksityissijoittajien
kohdalla jos yhtiöiden noteeraus lopetettaisiin ja ne joutuisivat vetäytymään pörssistä. Tämä on
kuitenkin ongelman lykkäämistä eteenpäin ja markkinoiden luotettavuuden vaarantamista. Tämä
tutkimus kiinnittää huomiota myös siihen, milloin tiedon tulee olla luotettavasti ja saatavilla sekä
millä edellytyksillä tiedonantovelvollisuuden tavoite täyttyy.

OSA III

TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN OIKEUDELLISET ULOTTUVUUDET

5 Tiedonantovelvollisuuden prosessikäsitteen oikeudelliset ulottuvuudet

Arvopaperimarkkinoilla tiedon julkistaminen on muuttunut lain voimaantulon jälkeen osapuolisidotuksi. Tällä tarkoitetaan sitä, että ennen tiedonjulkistamista yhtiön on otettava huomioon, ei vain yhtiön tietojärjestelmän, päätöksenteon ja ympäristön tuottamia tietoja, vaan myös muiden osapuolten hallussa olevat tiedot. Tiedonantovelvollisuuden täyttämistä ei sen vuoksi enää voida tarkastella irrallaan muiden markkinaosapuolten toiminnasta tai edellytyksistä muodostaa perusteltu arvio osakkeen arvosta. Tämän vuoksi ne kriteerit, joita tähän asti on käytetty tiedonantovelvollisuuden arviointiin, tuskin ovat enää riittävät.

Tiedonantovelvollisuuden vastuuperusteiden johtamiseksi samaa kriteeristöä käytetään sekä siviili- että rikoslain mukaisessa tutkinnassa. Tiedonantovelvollisuuden AML 2:7§:n loukkaamista voidaan pitää AML:n 8:3§:n mukaisena *arvopaperimarkkinarikkomuksena, kun se aiheutuu tahallisuudesta tai huolimattomuudesta*, jollei teko ole vähäinen, ja RL 51:5§:n mukaisena *tiedottamisrikkoksena, kun se aiheutetaan tahallaan tai törkeästi huolimattomuudesta*. Joissakin tapauksissa törkeää huolimattomuutta osoittava tai tahallinen teko voi paheksuttavuudeltaan olla lähellä toista. Rikoslakiprojektimietintö lähtee kuitenkin siitä ajatuksesta, että jos esimerkiksi jätetään antamatta sellainen arvopaperiin liittyvä tieto, jonka vaikutuksesta arvopaperin arvoon tai hintaan törkeän huolimattomuuden vuoksi on jätetty ottamatta selko, teon moitittavuus olisi lähes yhtä suuri kuin siinä tapauksessa, että asiasta olisi varmistauduttu, mutta tiedon antaminen olisi silti laiminlyöty.³⁶¹

Tiedonantovelvollisuuden tunnusmerkistö on nykyisellään kuitenkin hyvin suppea. Tunnusmerkkejä ovat:

- 1) tiedon on liityttävä arvopaperiin,
- 2) tiedon on oltava omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, ja
- 3) tiedon julkistuksen on tapahduttava ilman aiheetonta viivytystä.³⁶²

³⁶¹ Rikoslakiprojektimietintö, 45.

³⁶² Vrt. Samuelsson, 294, joka jakaa informaatio säännöt karkeasti kolmeen pääluokkaan: ”— nämä sädana som påverkar *urvalet* av uppgifter och sädana som anger *när* respektive *hur* ett offentliggörande skall ske. En objektiv förutsättning för ansvar är därmed att det uppgiftsskyldiga bolaget i strid med en regel underlåter att informera, informerar för sent eller informerar på fel sätt.”

Monet näistä tunnusmerkeistä tuntuvat itsestäänselvyyksiltä. Ne kätkevät kuitenkin sisäänsä hankaluuksia. On selvää ensinnäkin, että tiedon on lii-tyttävä arvopaperiin, muuta tietoa tuskin johdolla edes olisikaan (ellei tällaiseksi laske- ta kilpailijatietoa). Tämän on katsottava tarkoittavan sitä, että yhtiötä ei voida moittia muun kuin sen arvopaperia koskevan tiedon julkistamatta jättämisestä.³⁶³ Toiseksi, kuten on todettu [kappale 5.2.6 tiedon olennaisuuden vaikutta- misominaisuus], yhtiön ei tarvitse perustaa tietoaan siihen, vaikuttaako tieto olennaisesti arvopaperin arvoon vai ei, vaan ainoastaan siihen, onko tieto *yleen- sä omiaan* olennaisesti vaikuttamaan. Kolmanneksi tiedon julkistuksen ajalli- nen vaatimus, ilman aiheetonta viivytystä, on suhteellinen ja osittain määritte- lemätön asia. Millä perusteella sitten voidaan arvioida, milloin tiedonanto- velvollisuus on täytetty, jos tunnusmerkistöä voidaan tarkastella em. tavalla?

Tiedonantovelvollisuuden loukkaamisen sanktiot ovat tarpeen

- (i) sääntelyn noudattamisen varmistamiseksi,
- (ii) takeeksi siitä, että sääntelyä noudattavien (muiden yhtiöiden tai markki- noiden) edut eivät vaarannu niiden vuoksi, jotka muuten rikkoisivat sään- telyä, sekä
- (iii) jatkuvaksi tiedonhuoltamiseksi, jossa yhtiö kokoaa kaikki julkistetut haja- tiedot liiketoiminnasta, mikä vähentäisi myös yhtiön itse kantamia kustan- nuksia jatkuvan tiedonantovelvollisuuden soveltamisesta yksittäisiin tie- dottamista koskeviin päätöksentekotilanteisiin.

Käytännössä yhtiön johdolla ei aina ole edellytyksiä luotettavalla tavalla ottaa selkoa muiden osapuolten käsityksistä ja siten uuden tiedon vaikutuksesta arvopaperin arvoon ja varmistua asiasta [ks. tiedon olennaisuuden vaikutta- misominaisuus, kappale 5.2.6 ja johdon roolinmukainen toiminta, luku 7.5.1]. Johdon törkeää huolimattomuutta ei voida arvioida sen perusteella, onko johto ottanut riittävästi selkoa markkinan ja yhtiön välisestä suhteesta. Suhteen kul- loisestakin tilasta johdolla voi olla parhaimmillaankin vain yksipuolinen näke- mys. Jos johto kykenisi suhteen arvioimaan, se kykenisi parempaan arviointiin kuin analyytikot, joilla on tieto myös yhtiön kilpailijoiden tilanteesta ja siten laajemmat tiedot kuin yhtiön johdolla. Siksi huolimattomuusarviointi on tehtä- vä muilla perusteilla, tarkastelemalla, mitä muita ulottuvuuksia tiedonantovel- vollisuudella voisi olla.

Arvopaperimarkkinoilla toimitaan usein luottamukseen perustuvien toimeksi- annoin, eikä jälkikäteen ole helppoa tai aina edes mahdollista selvittää toimen- piteiden tarkoituksia. Kun rangaistavuuden vakavimmissa väärinkäytöksissä

³⁶³ *Annola*, 29–38, kutsuu liikkeeseenlaskijan ulkopuolella syntynyttä tietoa *ulkoiseksi tiedoksi*, joista esimerkkejä ovat julkinen ostotarjous, analyytikon tuottama analyysitieto ja ulkopuolisen, esim. tutkijan tuottama tieto.

katsotaan aina edellytettävän tahallisuuden osoittamista, monet markkinoiden luotettavuutta heikentävät ja sellaisinaan hylättävät teot ovat jääneet tosiasiallisesti vaille rangaistusuhkaa.³⁶⁴

Rikoksen syyksiluettavuuden perusmuodoista, tahallisuudesta ja tuottamuksesta vain ensin mainitun on tavallisesti katsottu tulevan kysymykseen tiedonantovelvollisuusrikoksen yhteydessä. Ongelmanratkaisu on paljolti jäänyt oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden varaan. Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuden kohdalla nämä ovat muodostuneet kohtuullisen niukoiksi lähteiksi.

Tiedonantovelvollisuuden noudattamisen laajentaminen uusilla oikeudellisilla ulottuvuuksilla merkitsee sen hyväksymistä, että jollakin toisella osapuolella voi olla yhtiöntietoon perustuvia oikeuksia tai vaatimuksia. Tällöin yhtiöltä edellytetään tiettyjä etukäteen määrättyjä menettelytapoja tiedonantovelvollisuuden täyttämisessä. Oikeudellisilla ulottuvuuksilla on siten myös suhde tiedon arvon muuttumiseen.

Seuraavassa on pyritty selvittämään neljää tiedonantovelvollisuuden ulottuvuutta, jotka ovat

- 1) tiedonantovelvollisuuden edellytysulottuvuus,
- 2) tiedonantovelvollisuuden olennaisuusulottuvuus,
- 3) tiedonantovelvollisuuden huoltoulottuvuus, sekä
- 4) tiedonantovelvollisuuden ajallinen ulottuvuus.

Edellytysulottuvuus pyrkii vastaamaan kysymykseen, miten *yhtiön sisäinen toiminta* kuuluu järjestää. Tausta-ajatuksena on se, että vastuuseen voi joutua se, jolta on perusteltu syy odottaa toimia seurauksen ehkäisemiseksi.³⁶⁵ Yritysjohdolla on tiedonantovelvollisuuden osalta vastuuasemassa, johon se voi etukäteen valmistautua. Olennaisuusulottuvuus pyrkii syventämään nykyistä olennaisuuskäsitystä jakamalla olennaisuuden arvioinnin *systeemi- ja laadulliseen arviointiin*. Jälkimmäisessä on huomioitava johdon oma näkemys ja lojaliteetti. Huoltoulottuvuus lisää tiedonantovelvollisuuteen *yhtiön ulkoisen toiminnan* arvioinnin, yhtiön johdon toisintoimimismahdollisuuden ja vaarantamisvastuun periaatteen sekä suhteellistaa julkistettujen tietojen moiteperusteita ja ajallista ulottuvuutta. Ajallinen ulottuvuus tarkastelee julkistettavan tiedon ajankohtaa ja sijoittajan siihen liittyviä odotuksia.

³⁶⁴ Tämä kohta on kirjoitettu rikoslakiprojektimietinnössä otsikon ”Tuottamuksellinen sisäpiirintiedon väärinkäyttö” alle, mutta sama ajattelu pätee myös niihin tapahtumiin, joiden kautta tiedonantovelvollisuutta yhtiöissä toteutetaan. Sielläkin toimeksi annettavat tehtävät perustuvat lähes yksinomaan suullisiin ohjeisiin ja johdon keskuudessaan vallitsevaan luottamukseen. – Sisäpiirintiedon rajankäyntiä on tarkastellut mm. *Annola*, 19–39.

³⁶⁵ *Heinonen – Koskinen*, 126. Rikosoikeudellisen vastuuajattelun perusteella tätä on tapana kutsua epävarsinaiseksi laiminlyöntirikokseksi.

Kaikki neljä ulottuvuutta ovat läheisesti tekemisissä keskenään: Ilman sisäistä toiminnan järjestämistä ei voi tietää, mikä yhtiössä on olennaista, eikä huolehtia luotettavasti sijoittajan perustellun päätöksen edellytyksistä oikea-aikaisesti.

5.1 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN EDELLYTYSULOTTUVUUS

Tiedonantovelvollisuuden edellytysulottuvuuden merkitys käy ilmi, kun kysytään, miten toimimalla yhtiö voi antaa sijoittajalle riittävät perusteet arvion muodostamiseksi osakkeen arvosta. Tietotekniikan kehityksen myötä raportointia ja muuta informointia koskevat vaatimukset kasvavat kohti lähes reaaliaikaista informaatiota. Noteeratulla yhtiöllä on oltava arvopaperimarkkinallaisääännön vaatimukset täyttävä sisäinen informaatiojärjestelmä ja ulkoinen tiedotusjärjestelmä.³⁶⁶ Yhtiön laskentajärjestelmät, hallinnon järjestäminen ja sijoittajia palveleva informaatiorekisteri muodostavat tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen keskeiset toimintaedellytykset. Ilman näiden toimivuutta ja selkeää tiedottamisen työn- ja vastuunjakoa tiedonantovelvollisuutta ei ole mahdollista täyttää.

Pörssin ohjesäännössä A2.132 yhtiölle asetetut ehdot on ilmaistu seuraavasti: ”Yhtiön hallinto, tulosseuranta, riskienhallinta, pörssitiedottaminen ja niihin liittyvät vastuusuhteet on yhtiön toiminnan laatu ja laajuus huomioon ottaen järjestetty asianmukaisesti ja siten, että yhtiöllä on edellytykset luotettavan ja riittävän ajantasaisen informaation tuottamiseksi yhtiön toiminnan kehityksestä ja taloudellisesta tilasta.”³⁶⁷ Velvollisuuksien toteuttamiseksi yhtiöltä voidaan odottaa, että se luo omaan liiketoimintaansa sopivan, hyvän tiedonhallintatavan, huolehtii kaikkien olennaisten tietojen ja niiden perustelujen asianmukaisesta saatavuudesta sekä muista tiedon laatuun vaikuttavista tekijöistä.³⁶⁸

Edellytysten luominen ja ylläpitäminen käsittää kaikki ne toimet, joilla yhtiö täyttää tiedonantovelvollisuuden muiden ulottuvuuksien sisällölliset ja ajalliset huollolliset tarpeet.

³⁶⁶ Airaksinen – Jauhiainen, 200–201.

³⁶⁷ HAOS A2.132, kohta 9.

³⁶⁸ *Bergon*, 154, mukaan tiedonantovelvollisuuden kurinpitomaksun asettamisen näkökulmasta on yhdenmukaista, ovatko yhtiön sisäiset raportointirutiinit olleet oikeita vai puutteellisia: ”Det er heller ikke relevant for informasjonsplikten om selskapets interne rapporteringsrutiner må anses som adekvate ellet mangelfulle, eller om det er snakk om ’kumulative feil’ hvor flere ansattes mindre uaktsomhet slås sammen, eller de – – mindre praktiske ’anonyme feil’ (hvor det er på det rene at noen er å bebreide, man vet bare ikke hvem).”

Näin ollen siihen kuuluu mm.

- tiedotuspolitiikan määrittely
- työn- ja vastuunjako
- sisäiset itsesääntelylliset menettelytavat
- päätösten kirjaamisen menettelyt ja syyperiaatteet, miksi mahdollisesti ei tiedoteta
- julkistettujen kannanottojen, tiedotteiden, osavuositarkastusten saatavilla pito
- annettujen merkittävien johdon lausuntojen saatavilla pito
- menettelytavat, joilla informaatio toimitetaan pörssille (henkilöt ja lausunnonantajat)
- koulutus
- sisäpiiriä koskevat kannanotot, sisäpiirirekisterit sekä niiden ylläpitorutiinit
- sääntelynormien ajantasallapitorutiinit.

Edellytys- ja huoltoulottuvuus ovat läheisessä vuorovaikutuksessa. Ne eroavat kuitenkin siinä, että *edellytysulottuvuus kohdistuu yhtiön sisäiseen toimintaan*, osin vapaavalintaisiin menettelytapoihin, kun sen sijaan huoltoulottuvuus kohdistuu markkinoihin ja sijoittajayhteisöön, osin niiltä saadusta palautteesta käsin. Edellytysulottuvuus keskittyy enemmän tiedottamisen järjestelmiin, kun taas huoltoulottuvuus keskittyy enemmän yhtiöntietojen sisällöllisiin kysymyksiin, vaikka siinäkin voi järjestelmillä olla tärkeä tehtävä. Molemmat ovat yhtiön omaa aktiivista toimintaa sijoittajien tiedonsaannin, hyvän tiedonhallintatavan ja avoimuuden edistämiseksi.

Esimerkki edellytys- ja huoltoulottuvuuden vuorovaikutuksesta on tapaus Benecol [sen huoltoulottuvuuspuolta on käsitelty asianomaisessa yhteydessä luvussa 5.3.3].

1.12.1999 Raisio Yhtymän osakekurssi romahti lähes 30 prosenttia yhden päivän aikana.³⁶⁹ Syynä oli amerikkalaislehden artikkeli³⁷⁰, jonka

³⁶⁹ Helsingin Sanomat 3.12.1999: *Raisio hioo tiedotuspolitiikkaansa*.

³⁷⁰ Advertising Age 1.12.1999. Kauppalehti 3.12.1999: ”*Raision tuloksen sulaa: – – Raision mainetta sijoituskohteena on tarvellyt sen sopimus McNeilin kanssa. Sopimuksen mukaan suomalaisosapuoli ei saa kertoa tarkkoja Benecolin myyntilukuja. Kun AA julkaisi keskiviikkona kylmät tietonsa, todennäköisesti vastaheränneet amerikkalaisijoittajat alkoivat myydä osaketta vahvasti. Tämä tapahtui puolen päivän aikaan Suomen aikaa. Osakkeen hinnan lasku ylitti 15 prosentin kurssivaihtelurajan hyvin nopeasti. Helsingin pörssi kysyi Raisiosta, voiko sijoittajilla olla tietoa, jota kaikilla ei ole. Raisiosta luvattiin kertoa Amerikan-uutisia. Tiedote tulikin seuraavana yönä kymmentä vaille yksi ja sekin ilman olennaisia numerotietoja. Pörssi olisi kuitenkin voinut keskeyttää osakkeen noteerauksen, mutta välittäjien painostuksesta se levensi vaihteluvälillä kolme kertaa niin, että päivän loputtua se oli 35 prosenttia. Ja antoi kaupan jatkoa. Tuolloin pörssi kumarsi osakevaihdosta eläville välittäjille eli omistajilleen ja pyllisti sijoittajille.” [Huom. suora lainaus.] ”Suomalaissijoittajat saivat vihiä asiasta ensimmäistä kertaa kello 17 jälkeen, kun uutistoimisto Bloomberg kertoi Warburg Dillon Readin alentaneen Raision tavoitehinnan 3,3 euroon. Tuolloin ulkomaiset sijoittajat olivat jo tyhjentäneet salkkunsu. Vasta sen jälkeen suomalaiset pystyivät tekemään kauppaa samoilla tiedoilla, joita maailmalla oli.”*

mukaan Benecol-levitteiden markkinointi televisiossa lopetetaan Yhdysvalloissa, sekä investointipankki Warburg Dillon Readin aiempaa synkempi näkemys yhtiön tuloksentekokyvystä. Yhtiö ei kommentoinut asiaa pörssipäivän aikana millään tavalla. Pörssitiedote tuli vasta aamuyön tunteina, vuorokauden jo vaihduttua. Tiedotteessa yhtiö lisäksi ilmoitti ”tarkistavansa” tiedotuspolitiikkaansa ja että markkinoiden käytävissä on aina ”riittävät tiedot keskeisistä liiketoiminnoista ja niiden tulevaisuuden näkymistä”.

Jo vajaa viikkoa aikaisemmin³⁷¹ Kauppalehden New Yorkin toimittaja Olli Herrala oli kuitenkin ihmetellyt kolumnissaan sitä, että Benecolin mainoksia ei ollut näkynyt enää viikkokausiin. Kierros suurissa ruokamarketeissa oli hänen mukaansa osoittanut, että Benecol ei ollut saanut näkyvää paikkaa hyllyillä. Myös tuotteen saama tiedotusjulkisuus oli jäänyt vähäiseksi.

Raision mukaan yhtiön oli vaikea kommentoida uutista, sillä yhtiö itse ”oli huonon tiedon varassa”. Tilannetta vaikeutti lisäksi, että yhtiön kahdesta tiedotuspäälliköstä toinen oli matkoilla ja toinen lomalla. Romahduksen jälkeisenä päivänä yhtiön pääjohtaja vahvisti amerikkalaislehden tiedot ainakin osittain oikeiksi. Utustoimisto Startelin haastattelussa hän myönsi, että televisiomarkkinointi on USA:ssa ollut jossain määrin hukkaan heitettyä rahaa.

Esimerkkiyhtiön tiedotusjärjestelmien ei voida katsoa olleen ajan tasalla. On mahdollista, että yhtiö ei usean vuoden ajanakaan ollut ennakkoon riittävästi valmistautunut reagoimaan markkinoilla eteen tuleviin tilanteisiin.

Pyrkimys saada yhtiöt keskenään vertailukelpoiseen asemaan on ollut yksi markkinasääntelyn keskeisistä tavoitteista. Tämän ajattelun taustalla on saada sijoittajien varat kohdentumaan yhteiskunnan kannalta tehokkaisiin kohteisiin. Tällöin oletetaan, että mitä parempaa informaatiota (paremmin jalostettua, tarkempaa ja totuudenmukaisempaa tietoa) sijoittajalle tuotetaan, sen oikeampi on yhtiön arvonnäilytys markkinoilla. Ajattelussa oletetaan mustavalkoisesti, että liiketoiminta kehittyy omien edellytystensä perusteella ja tiedonantovelvollisuus on toissijainen seuraus tehdyistä liiketoimintaratkaisuksista. *Ajatellessa, että liiketoimintaratkaisut tehdään ensin, sen jälkeen niistä tiedotetaan ja lopuksi sijoittajat tekevät ratkaisunsa saamiensa tietojen pohjalta. Käytännössä tilanne ei etene näin yksinkertaisesti.*

Hyvin hoidetun yhtiön tiedotusharkinnan pohja perustuu liiketoimintasuunnitelman pohjalta rakennetun sijoitustarinan (investment storyn) mukaiselle tiedotustoiminnalle. Liiketoimintasuunnitelmassa määritellään esimerkiksi millä edellytyksillä, millä omistus pohjalla, mitä liiketoimintoja divestoinnilla, mitä toimintoja ostamalla ja mitä tuotekehitystä tekemällä tavoitteeseen päästään. Tiedotus valjastetaan palvelemaan näitä tavoitteita. Yhtiön tiedotus etsii

³⁷¹ Kauppalehti 24.11.1999: *Sorry vaan, mutta poskelleen menee.*

liiketoimintasuunnitelmaan liittyviä tietoja paitsi yhtiöstä, myös markkinoilta ja tiedottaa yhtiön muutoksesta tavoitetta kohti. Yhtiö alkaa vahvistaa sellaisia sanomia, jotka vievät tavoitetta kohti, ja tuo vähemmän esiin sellaisia seikkoja, jotka eivät tavoitetta palvele.

Yksinkertaistettuna liiketoimintasuunnitelmaan perustuvan tiedotuksen suunnittelu voi noudattaa seuraavaa menettelyjärjestystä:

- analysoidaan yhtiön asema ja sidosryhmien käsitykset siitä,
- laaditaan liiketoimintasuunnitelmaan kytketty tarina,
- etsitään liiketoimintaa ja muutoksia konkretisoivia esimerkkejä havainnollistamaan liiketoimintalogiikkaa,
- tuetaan tarinaa oikeilla tiedoilla ja metaforilla,
- testataan tarinan ymmärrettävyys kohderyhmissä,
- tehdään tarinaa tukevat liiketoimintapäätökset,
- vahvistetaan tiedotusresursseja,
- viedään viestintää systemaattisella ohjelmalla läpi tärkeimmissä medioissa (ei vain reagoida eteen tuleviin tilanteisiin),
- valjastetaan muu viestintä tukemaan kuvaa,
- valmistetaan uutta tarinaa vastaavat materiaalit,
- briefataan mielipidejohtajat,
- laaditaan Q&A³⁷² ja mieluiten näihin liittyvä perusteltu ja tiukka argumentointikehä.

Näin luodaan kuva dynaamisesta, määrätietoisesta yhtiöstä. Tiedotusharkinta ei siten ole mustavalkoinen valintatilanne, vaan tiedotettavia asioita muokataan sellaisiksi, että ne mieluiten tukevat (tai että ne eivät ainakaan haittaa) laadittua tarinaa. Kyse ei ole vain siitä, tiedotetaanko vai ei, vaan siitä, *millä tavalla tiedotetaan*, mitä vaikutuksia tiedottamisella on, onko sillä saavutettavissa lisäetuja vai voidaanko selvittää kokonaan tiedottamatta.

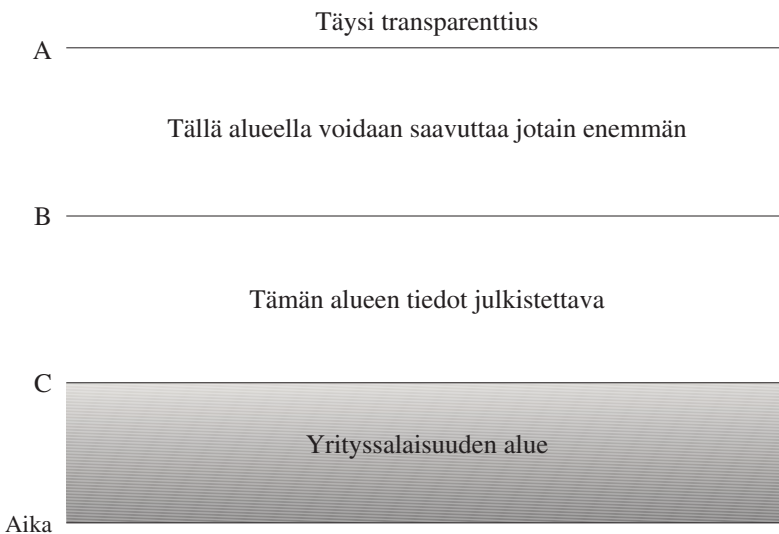
Jälkimarkkinoilla ei yksittäisistä tiedoista helposti synny sijoittajalle kokonaiskäsitystä yhtiöstä. Ongelmana on erityisesti yhtiön strategian ja tilinpäätöksen yhteys. Strategia muodostuu vain harvoin sellaisten suurten yksittäisten tapahtumien kautta, jotka ovat tiedonantovelvollisuuden piirissä. Strategia syntyy usein ikään kuin valumalla, pienten yksittäisten hivuttautuvien ratkaisujen tuloksena. Aina ei ole myöskään helppo määritellä, milloin uusi strategia on syntynyt. Näkemys liiketoiminnan suunnasta muodostuu vähitellen, ja usein vasta jälkikäteen voidaan sanoa, mikä yhtiön uusi strategia on. Tiedottaminen avaa yhtiön tiedotuskäytävässä erilaisia ikkunoita ajan kuluessa.

³⁷² Q&A on lyhenne Questions and Answers -muistiosta, jonka yhtiön tiedotusosasto valmistaa yhtiön johdolle odotettavissa olevista kohderyhmän kysymyksistä sekä niihin annettavista optimivastauksista.

5.1.1 Yhtiön tiedotuskäytävä

Yhtiön kannustin tiedottamiseen on luottamuksen ja liiketoiminnallisen liikkumavaran hankkiminen. Yhtiön kannalta liikkumavara voi kuitenkin olla joko liian suuri tai liian pieni. Molemmat ovat yhtiölle haitallisia. Liika liikkumavara johtaa jonkin markkinaosapuolen mittaamaan sen ulos ja hyötymään siitä. Se voi tehdä myös johdon riippuvaiseksi osakkeenomistajien kulloisestakin tiedontulkinnasta ja heikentää johdon mahdollisuuksia liiketoimintanäkemyksensä toteuttamiseen. Liian niukka liikkumavara taas estää yhtiötä saavuttamasta tavoitteitaan, jos muut eivät ymmärrä, mihin yhtiö pyrkii. Tiedottamisen ideaali on siten liikkua tiedonantovelvollisuuden aktivoimien, aiemmin julkistettujen tietojen ja niiden pohjalta syntyneiden odotusten käytävässä, jota kutsun *tiedotuskäytäväksi*.

Kaavio 5. Tiedotuskäytävän valinta-alue



Teoreettisesti yhtiöinformaatio voidaan jakaa alueisiin kolmella linjalla A, B ja C. Linja B on tiedonantovelvollisuuden minimitaso. Jos tiedottaminen jää alle minimitason, yhtiölle aiheutuu tämän paljastuessa haittaa, koska se on tehnyt rikkomuksen. B-linjan alla toimii siten kielteinen kannustin: jos ei tee, kuten on säädetty, siitä aiheutuu haittaa. C-linjan alla oleva toiminta ja sitä koskevat tiedot ovat salaista yritystietoa³⁷³, jota ei tarvitse julkistaa. B:n yläpuolella taas

³⁷³ Yleiskielinen ilmaus.

yhtiö voi saavuttaa jotain enemmän ja A-linjalla tulee vastaan teoreettinen täysi transparenttius. B-linjan yläpuolella toimimiseen on myönteinen kannustin niin kauan kuin yhtiön julkistamasta tiedosta ei aiheudu liiallisen avoimuuden vuoksi haittaa. Jotkut B-linjan yläpuoliset kannustimet voivat kääntyä haitaksi B-linjan alapuolella, kun esimerkiksi vapaaehtoisesti julkistettu tieto joudutaan julkistamaan myöhemmin uudelleen [ks. luku 6.1 Julkistettu tieto – saavutettu etu], kun tiedon sisältö on muuttunut positiivisesta negatiiviseksi.

A- ja C-linjojen välisellä alueella on yhtiön oma tiedotuskäytävä, jonka leveys vaihtelee A- ja B-linjojen välillä. Se heijastaa yhtiön tapaa soveltaa tiedonantovelvollisuutta omassa liiketoiminnassaan. Kannustin tiedonantovelvollisuuteen nousee ja laskee yrityksen näkemän hyödyn mukaan. Tiedotustavan valinta riippuu tiedotettavan seikan prosessivaiheesta, suhteesta intressipiireihin, yhtiön markkinatilanteesta sekä tiedottamalla saavutettavista lisäeduista tai aiheutuvista haitoista. Toimimalla aktiivisesti markkinoilla yhtiö oppii tietämään, mikä tieto vaikuttaa milläkin tavalla.

Yhtiön johto pyrkii pysymään valitsemassaan tiedotuskäytävässä, koska poikkeamat liiallisen avoimuuden tai liiallisen niukkuuden suuntaan ”rangais-taan”: joko muut osapuolet hyödyntävät julkistettut tiedot omaksi edukseen tai liiketoimintamahdollisuudet heikkenevät, koska muut eivät ymmärrä, mihin yhtiö pyrkii. Avoimuus tai sulkeutuneisuus on siten tarkoituksellista, yhtiön tilanteesta ja johtamisnäkemyksestä johtuvaa.

Raja pakollisen ja vapaaehtoisen tiedon julkistamisen välillä, toisin sanoen marginaali liikkua tiedotuskäytävässä ja tehdä valintoja on yritys- ja tilannekohtainen. Omalla toiminnallaan yhtiö voi levittää tiedotuskäytävää ja valinnanvapauttaan. Mitä heikompi on yhtiön taloudellinen tilanne tai mitä vähemmän sijoittajat siihen luottavat, sitä kapeampi on myös sen tiedotusmarginaali.

Yhtiön tiedotusharkinta on siten koko ajan tasapainoilua tiedotuskäytävässä, hyödyn ja riskin välimaastossa. Tiedottamiseen sisältyviä riskejä voivat olla riskipitoisten tietojen yhdistäminen riskittömiin ja varmoihin tietoihin, epävarmojen seikkojen signaalointi, tietojen julkistamatta jättäminen tai yksinkertaisesti väärä ajoitus (liian aikainen/liian myöhäinen julkistus). Jos mahdollisuus hyötyyn on suurempi kuin tiedottamiseen sisältyvä riski, se käytetään hyväksi edellyttäen, että yhtiöllä on omasta mielestään sijoittajien perusluottamus. Kus-sakin liiketoimintatilanteessa yhtiö pyrkii valitsemaan sille parhaimman hyödyn tuovan tiedotustavan. Tietoja julkistetaan toki myös problematisoimatta, mutta mitä merkittävämmästä seikasta on kyse ja mitä ammattimaisemmin tiedotus suunnitellaan, sitä enemmän se sisältää hyöty/riski-arviointia.

Yhtiön intressissä on pitää kaikki tarkempi tieto toiminnastaan omassa hallussaan ja annostella julkistamista liiketoiminnan mukaan. Samalla se laskee riskiä olennaisten tietojen julkistamatta jättämisestä. Yhtiö voi kerätä tietoja toiminnastaan ja ”tuotteistaa” niitä uutisiksi herättääkseen mielenkiintoa. Se voi salata tiedot luottamukselliseksi yritystiedoksi niin kauan kuin niistä on

sille itselleen hyötyä, ja julkistaa itselleen liiketoiminnallisesti käyttökeltvotomat tiedot. Paradoksaalista onkin, että vaikka tiedonantovelvollisuus koskee olennaisia tietoja, yhtiö voi muotoilla tiedotteensa siten, että julkisuuteen tulee yhtiön liiketoiminnan kannalta vain sellaisia tietoja, joiden julkistamiseen yhtiöllä on varaa. Tämä johtuu siitä, että julkistettavien tietojen liiketoiminta-vaikutukset ja niiden kustannukset on jo etukäteen laskettu sisään joko julkistettavaan tietoon tai itse liiketoiminnan arvoon. *Kaikella tiedolla on hintansa*. Samaan päätyy myös *Kahan*, joka käyttää seuraavaa esimerkkiä [jota on myös tarkasteltu valheen yhteydessä, luku 5.3.2].

”Suppose XYZ Corp. is negotiating with ABC, Inc. to buy ABC’s toy division. XYZ is willing to pay up to \$32 million for ABC’s toy division, but of course prefers to pay less. [So] XYZ issues the following press release: ‘We just made an offer of \$25 million for ABC’s toy division. This is our final and highest offer.’ – – XYZ’s statement that it is unwilling to pay more than \$25 million is meant to induce ABC to accept XYZ’s offer. – – [Under common law]– – Statements such as XYZ’s announcement that its \$25 million offer for the toy division is final are frequently described as mere sales talk, or ‘puffing’, which in the words of Prosser should ‘be discounted...and on which no reasonable man would rely’ – –.

Assume for simplicity – – [that] both ABC and XYZ know that if ABC does not sell the division to XYZ, ABC values its best alternative – – at \$20 million – – [Now]– – negotiatory statement suffer from an inherent lack of credibility: the other party of negotiation will know that the company has an incentive to make such statements whether or not they are true – – [But] securities fraud liability for negotiatory statements, therefore, has the potential to significantly alter the structure of negotiations – – Assume that ABC believes that XYZ values the toy division ‘high’ at \$32 million, and that XYZ would be liable for \$3 million in damages for securities fraud if it accepts ABC’s \$30 million counteroffer. – – XYZ’s payoff from accepting ABC’s \$30 million counteroffer drops from a gain of \$2 million to a loss of \$1 million in the presence of securities fraud liability.

The drop in XYZ’s payoff if it accepts ABC’s \$30 million counteroffer has significant implications. Absent securities fraud liability, XYZ would be better off accepting the counteroffer if its \$25 million offer is rejected. But in the presence of such liability, if XYZ accepts ABC’s \$30 million counteroffer, it may have to pay damages to investors who bought XYZ stock at too high price (because they assumed XYZ would pay \$5 million less for the toy division) and potentially face other consequences associated with fraud liability. If the total costs to XYZ are high enough, it will pay XYZ to fulfill its threat and not accept ABC’s counteroffer even though it values the toy division at more than \$30 million. Thus, as a result of securities fraud liability, XYZ’s statement that its \$25 million offer is final becomes credible: it is in XYZ’s best interest to reject the counteroffer regardless of whether XYZ attributes a high or a low value to the toy division. Since XYZ will not accept the counteroffer *even if*

XYZ attributes the 'high' value to the toy division, it is unequivocally in ABC's interest to accept XYZ's offer. In short, then, the toy division will be sold for \$25 million, XYZ will gain \$7 million, and ABC will gain \$5 million."³⁷⁴

Tiedotusharkinnassa yhtiö joutuu tekemään valintoja monitahoisten vaihtoehtojen välillä. Julkistamisen avoimuutta arvioidessaan yhtiö joutuu laskemaan ajallisten resurssien, liiketoiminnallisten mahdollisuuksien tai vapausasteiden hinnan tiedotteeseen sisään ja julkistamaan tiedot riskit huomioiden. Tiedotuskäytävässä sekä liian niukka että liian avoin tiedottaminen voi olla yhtiölle haitallista. Jos omistajat liian niukan tiedottamisen vuoksi menettävät luottamuksensa, he myyvät osuutensa pois, ja osakkeen arvo laskee koetun korkeamman riskin vuoksi.

Liika avoimuus voi kääntyä myös osakkeenomistajien edun vastaiseksi. Liiallinen transparenttisuus voi johtaa harhaan, saada kiinnittämään huomiota asioihin, jotka eivät ole kokonaisuuden kannalta tärkeitä. Toisaalta liika tiedon julkistaminen auttaa kilpailijoita ja voi vähentää yrityksen mahdollisuuksia. Tällöin omistajien etu tulee huomioiduksi juuri niukassa tiedottamisessa. Vaikka yhtiön osake voisi hetkellisesti saavuttaa hyvänkin kurssitason, sitä ei kannata tavoitella, jos se voi kostautua asiakasmarkkinoilla tai ylisuurina odotuksina arvopaperimarkkinoilla. Monet yhtiöt pidättelevät tästä syystä voitonkin hetkellä riemun näyttämistä.³⁷⁵

Tiedotusharkinnan monet vaihtoehdot näkyvät esimerkiksi yhtiön käymissä yhteistyöneuvotteluissa. Yhtiö voi kertoa useita erilaisia paikkansa pitäviä tarinoita liiketoiminnastaan sen mukaan, kenen kanssa se haluaa ryhtyä yhteistyöhön: yhdelle kerrotaan vähän, toiselle enemmän ja kolmannelle voidaan avata liiketoimintaa laajaltikin. Lisäksi johdolla voi olla tiedossaan seikkoja, joista se ei ole kertonut kellekään. On ymmärrettävää, että liikeneuvotteluissa johdolla on laaja vapaus tiedotusharkinnassa, mutta sama laaja vapaus sillä on myös tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa. Yhtiön kannattaa siis säännöstellä tietoa.

5.1.2 Yhtiön tiedotusreservi

Yhtiö käyttää tiedotusta aina yhtiön edun tavoittelemiseksi, jos se vain suinkin kykenee ja jos se on mahdollista. Eduntavoittelu on asioiden ohjaamista haluttuun suuntaan ja aloitteen käsissä pitämistä tilanteiden tullessa esiin. *Luotta-*

³⁷⁴ Kahan, 753–759.

³⁷⁵ Vrt. *Langevoort*, 157: "If corporations habitually tend toward cognitive conservatism, overcommitment, overoptimism, and selfish inference, there is a considerable likelihood that the subjective forward-looking elements of their disclosure and publicity will have the potential to mislead."

mukselliset yritystiedot ovat yhtiön tiedotusreservi edun tavoittelemiseksi. Se toimii kuin mikä tahansa reservi, takuu tai puskuri, jolla yhtiö suojaa omaa toimintaansa ja osakkeenomistajien varallisuutta jyrkiltä heilahteluilta. Yhtiöllä voi olla varastossa tietoja tai uutisia, joita se voi käyttää huonoina aikoina loiventamaan markkinoiden notkahduksia tai pehmentämään yhtiön kannalta kielteisiä tapahtumia. Varsinkin tiedotusherkällä toimialalla yritys hankkii jonkinlaista tiedotusreserviä. Voidakseen pitää tiedotusreserviä, yhtiössä täytyy kuitenkin tapahtua paljon. Pelkkä tiedon jalostaminenkin on yhtiössä oma prosessinsa, jatkuvaa ja aikaavievää. Mitä yksinkertaisempaa ja pienimuotoisempaa liiketoiminta on, sitä pienempi on myös yhtiön mahdollisuus reserviin.

Yhtiö saattaa myös muuttaa tiedotusharkintaansa toimialan kehityksen mukaan. Jos toimialalla menee huonosti, yhtiöllä on omasta asemastaan riippuen useita tiedotusvaihtoehtoja: Jos sillä itsellä menee edelleen hyvin, se voi aggressiivisella tiedotustoiminnalla laajentaa reviiriään ja hankkia muiden kustannuksella lisää markkinaosuutta, tai se voi kerätä tiedotusreserviä uskottelemalla, että sen oma tilanne on yhtä huono kuin muillakin, vaikka se tosiasiaassa vahvistuisi koko ajan. Jos myös sillä menee heikosti, se voi pyrkiä hyötymään tilanteesta julkistamalla omat, aiemmin julkistamattomat ongelmat. Se voi jopa keräämällä kerätä kaikki yhtiöstä löytyvät ongelmat ja hakea ”avoimella” tiedotuksellaan eräänlaisen pohjakosketuksen, josta se pääsee rakentamaan uudeleen sellaista kuvaa yhtiöstä, kuin se itse haluaa. Tällainen ”pöydän putsaus” saattaa luoda yhtiöstä rehellisen kuvan, joka kääntyy sympatiaksi ja yhtiön eduksi.

– – Amerin toimitusjohtaja Roger Talermo osasi toimitusjohtajana käyttää osakkaiden heikkoutta hyväkseen. Hän vaati taseen puhdistamista niin, että ”nyt voi sitten kehuskella, kuinka nopeasti ja näkyvästi on saanut yhtiön tulokunnon paranemaan”. – —³⁷⁶

Sinänsä tällaisen toiminnan moitittavuus on oikeudellisesti vaikeaa. Joskus puhdistaminen voi olla tarpeen siksi, että yhtiöstä on aiemmalla tempoilevalla tiedotuksella syntynyt markkinoilla ristiriitainen kuva ja että annetuilla tiedoilla ei ole enää mitään logiikkaa. Järjenvastaiselta tuntuva negatiivisten seikkojen julkistaminen yhtiöstä saa tällä tavalla selityksensä edellyttäen, että asialle kyetään hankkimaan riittävä julkisuus (ettei puhdistamiseen käytetty panos mene hukkaan).

Sijoittajan on kuitenkin yhtiön toiminnasta mahdotonta päätellä johdon kulloistakin pelilogiikkaa eikä hänen tarvitse sitä periaatteessa tietääkään. Mutta jos pelilogiikka jatkuvasti muuttuu, ei sijoittajalla ole mitään suojaa yhtiön opportunistista toimintaa vastaan. Sijoittaja voi huomata yhtiön opportunismin

³⁷⁶ Suomen Kuvalehti 18.1.2002: Roger Talermo: Amerin pelastaja, 56.

myöhemmin, mutta usein vasta siinä vaiheessa, kun vahinko on jo tapahtunut. Tiedonantovelvollisuus menettää merkitystään, jos yhtiön ei tarvitse noudattaa sen toteuttamisessa jatkuvuutta ja ennakoitavuutta.

Kun tiedottamisen logiikka muuttuu, se muuttaa myös perusteltuja odotuksia. Asymmetriaa ei voi eikä kannatakaan yrittää kokonaan poistaa, mutta toisella osapuolella pitää olla mahdollisuus hoitaa oma roolinsa osakkeen arvoinnissa. Tähän rooliin kuuluu mahdollisuus ennakoida käyttäytymisestä jotain. Jos harkinnan perusteet muutetaan, oikeudenmukaisuus kärsii. Silloin ei kyse ole edes siitä oikeudenmukaisuudesta, mikä vallitsee lotossa. Lotossa onni on satunnainen ja siksi helpompi hyväksyä. Johdon muuttaessa logiikkaa onni on enemmän johdon puolella ja sijoittajan on useammin kärsijänä.³⁷⁷ Siksi markkinoita ei saisi oikeudettomasti käyttää hyväksi niin, että vain jokin osapuoli menestyy. Tähän perustuu myös pörssin riskinjakamisperiaate, eri osapuolten oikeus samaan tietoon. *Riskin pitää kohdistua liiketoimintaan, ei tiedon jakamiseen.*

Tiedotusreservin rakentaminen on luonnollinen osa suunnitelmallisesti toimivan yhtiön roolia. Yhtiö ei kuitenkaan voi paljastaa tiedotusreservinsä olemassaoloa, vaan antaessaan reservin kasvaa se joutuu hallinnoimaan sitä entistä tarkemmin ja kiinnittämään erityishuomiota omaan sisäpiirisääntelyynsä. Mitä suuremmaksi tiedotusreservi kasvaa, sitä vaikeammaksi käy myös yhtiöntiedon hallinta.

Yrityssalaisuutta tai siihen verrattavaa luottamuksellista tietoa ei tarvitse julkistaa kuin siihen asti, että sijoittajalla on edellytykset arvioida tiedon vaikutusta arvopaperin arvoon. Johto voi erikseen sopia, kuinka pitkälle tällaisen yritystiedon julkistaminen ulottuu. Valvovalla viranomaisella on kuitenkin oikeus odottaa, että päätökset olla julkistamatta jotain seikkaa on yrityksissä dokumentoitu, koska se muodostaa valvonnan perustan.³⁷⁸ Varsinkin nykyisin

³⁷⁷ Tässä tullaan lähelle tiedon harhaanjohtavuutta. Ks. *Bergmans*, 171, myös *Rudanko* 1998, 187.

³⁷⁸ Rahoitustarkastus on kiinnittänyt useasti huomiota puutteisiin yritysten hallinnon järjestämisessä ja dokumentoinnissa. Rata huomautti erästä yhtiötä siitä, että se viivytteli tulosvaroitusten antamisessa ja kehotti yhtiötä järjestämään talous- ja muun hallintonsa siten, että se voi varmistua mahdollisuuksistaan täyttää arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden asettamat vaatimukset. Ratan tiedote 25.6.2001. Toisessa tapauksessa Rata lähetti yhtiölle kirjeen, jossa se kehotti yhtiötä kiinnittämään huomiota tiedotuskäytäntöön, tiedotteidensa selkeyteen ja laskentajärjestelmiensä toimivuuteen. Ratan käsityksen mukaan yhtiön tiedotuskäytäntö ei ollut niin selkeää kuin pörssiyhtiöltä voitiin edellyttää. Ratan tiedote 31.8.2000. Ks. tulosvaroitusten kannalta *Kurenmaa*, 147–149. – Ratan toimistopäällikkö Jarmo *Parkkonen* totesi 27.12.2001 Helsingin Sanomien mukaan: ”Meidän tutkimuksissa joidenkin yhtiöiden tilanne on näyttänyt aika lohduttomalta. Taloushallinnon järjestelmät ovat olleet rempallaan eikä yrityksen hallituksen kokouksia ole dokumentoitu niin kuin listatun yhtiön pitäisi.” Hallituksen pöytäkirjat olivat jääneet rempalleen alun perin osaamattomuuden vuoksi. Lisäksi yleisen elämäkokemuksen mukaan henkilöt jättävät itsensä kannalta raskauttavat dokumentit helposti lähettämättä valvovalle viranomaiselle.

johdon informaatiojärjestelmät ovat kehittyneet niin hyväksi, että dokumentit päätöksistä ja aiemmin julkistetuista tiedoista tulisi olla käden ulottuvilla hiiren painalluksella. Lievemmin yhtiöiden valmiutta on kuitenkin arvioitava silloin, kun yritysrakennetta on vastikään muutettu.³⁷⁹

Tiedonantovelvollisuuden rikostunnusmerkistön täyttyminen edellyttää käytännössä nykyisin varmoja näyttöjä asioissa, joiden tutkinta on vaikeaa. Rikosterusteinen rangaistavuus on nähty mahdolliseksi vain ääritilanteissa. Sen sijaan yritysjohto voi olla ylioptimistinen lähes tahallaan [vrt. Jippiin esimerkki luvussa 5.4.2]. Tässä tutkimuksessa on lähdetty siitä, että tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen ei ole mahdollista, ellei tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksia jaotella sen mukaan, millä tavalla toimien yhtiö voi täyttää lain tavoitteet ja tarkoituksen. *Tiedonantovelvollisuus on siten yleisnimitys monimuotoiselle yhtiön toiminnan järjestämiselle*, joka käynnistyy jo ennen kuin tiedonantovelvollisuus on edes olemassa, jopa ennen kuin yhtiö kuuluu edes lain tarkoittamien julkisten yhtiöiden piiriin.

5.2 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN OLENNAISUUSULOTTUVUUS

Yksi tiedonantovelvollisuuden keskeisistä kysymyksistä kuuluu: mitkä tiedot yhtiöstä ovat olennaisia ja siksi julkistettavia? Kysymyksen keskeisyys käy ilmi ao. lain kohdasta:

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset *päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon* (AML 2:7.1 §).

Yleisesti sovellettavia tiedonantovelvollisuuden olennaisuutta koskevia oikeussääntöjä on kuitenkin vaikea antaa, koska soveltamistilanteita, ohjetta soveltavia henkilöitä ja tulkittavia lähtökohtia on paljon. Tyhjentävää vastausta tiedon olennaisuudelle ei tässäkään ole mahdollista antaa. Tiedon olennaisuus³⁸⁰ on aina tapauskohtainen arviointikysymys. Siihen liittyy riski olennaisuuden osoittautumisesta myöhemmin vähämerkitykselliseksi. Väärästä arvioinnista aiheutuu taloudellista vahinkoa.

³⁷⁹ Clarke M, 214.

³⁸⁰ Nykysuomen sanakirjan mukaan olennainen on jollekin luonteenomainen, tärkeä, elimellinen, keskeinen, huomattava.

Tiedon olennaisuutta arvioidaan seuraavassa kahdella tavalla: *systeemi-arviointina ja laatuarviointina*. Systeemi-arvioinnissa olennaisuutta tarkastellaan etukäteen sovittujen, ensi sijassa kvantitatiivisten kriteerien valossa. Systeemi-arvioinnin perusteella valvova viranomainen voi nopeasti saada johtoa siitä, onko ohjetta noudatettu vai ei. *Laatuarvioinnissa* tunnistetaan olennaisuuden laadullisia piirteitä ja verrataan niitä aiemmin tiedossa olleisiin seikkoihin. Tavallisesti tämä edellyttää ao. liiketoiminnan luonteen tuntemusta, mutta arvopaperimarkkinoita tuntevaa henkilöä ei itsestään selvästi voida pitää olennaisuuden oikeana arvioijana. Laatuarvioinnissa joudutaan lopulta aina tukeutumaan johdon arvioon, sen esittämiin perusteluihin ja niiden pysyvyyteen.

Vastuuhenkilölle kumpikaan arviointitapa ei yksinään anna kattavaa ratkaisuperustaa. Olennaisuuden kriteerejä ja havaintoja tarkastelemalla voidaan eri tilanteissa tulla erilaisiin tuloksiin.

5.2.1 Systeemiarviointi

AML:sta tai sen esitöistä ei selviä, mitä nimenomaisia seikkoja olennaisuuden arvioinnissa olisi otettava huomioon. Ilmoittaessaan aikeestaan hakeutua julkisesti noteeratuksi, yhtiö allekirjoittaa pörssin kanssa kirjallisen sopimuksen, jossa se sitoutuu noudattamaan pörssin voimassaolevia sääntöjä ja ohjeita.³⁸¹ Yhtiölle astuu näin välittömästi voimaan myös tiedonantovelvollisuus, vaikka osakkeita ei vielä olisikaan mahdollista ostaa. Tämä johtuu siitä, että samalla alkaa myös sijoittajien yhtiötä koskeva seuranta ja yhtiön arvottaminen markkinoilla. Siksi on ymmärrettävää, että yhtiön on noudatettava ennen listautumistaan pörssin hyväksymiä, tiedonjulkistamista koskevia sääntöjä, vaikka yhtiö varsinaisesti julkistaa perustiedot itsestään vasta listalleottoesitteessä.³⁸²

Liikkeeseenlaskijayhtiön tietojen olennaisuutta on arvioitava alkuvaiheessa osakkeiden liikkeeseenlaskua, arvopaperien markkinointia ja tarjousesitettä koskevien ohjeiden ja määräysten perusteella. Ensimmäisillä sijoittajille annetaan kattava kuvaus koko liiketoiminnasta.³⁸³ Sen päälle rakentuvat myöhemmin pörssiyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden edellyttämät olennaiset tiedot.³⁸⁴ Käsite olennaiset tiedot ja sen tulkinta on siten yksi oikean hinnanmuodostuksen ja markkinaa kohtaan tunnetun luottamuksen kulmakivistä.

Valvova viranomainen on kuitenkin joutunut hankalien tulkintaongelmien

³⁸¹ HAOS A2.151.

³⁸² Listalleottoesite vastaa *Samuelssonin*, 268, mukaan sopimusoikeudellista tarjousta, jonka adressaatteina ovat sijoittajat ja joka aiheuttaa sopimuksen kaltaisten suhteiden syntymisen, esimerkiksi vahingonkorvauksen soveltamisympäristönä. Myös *Rudanko* 1998, 363.

³⁸³ AML 2:1–4§ ja HAOS A4. luku. Markkinoinnin yhteydessä annettavaa tietoa on perusteltua tulkita käsitteellisesti laeasti. *Rapakko*, 192.

³⁸⁴ AML 2. luku ja HAOS A5. luku.

eteen soveltaessaan olennaisuus-kriteeriä käytäntöön.³⁸⁵ Tulkintaohjeiksi oikeuskirjallisuudessa ja virallismääräyksissä on esitetty ainakin seuraavia määrittelyperusteita, jotka kuuluvat systeemi-arvioinnin piiriin:

- Muutos tulos-, tase- tai rahoitusasemassa³⁸⁶
- Seikan taloudellisen merkityksen tutkiminen arvioimalla sen vaikutusta yhtiön osakekannan senhetkiseen markkina-arvoon.³⁸⁷ Tämän soveltaminen on kuitenkin ongelmallista, vaikka markkinoilla olisi ennen nyt esiin tullutta seikkaa riittävästi oikeata tietoa yhtiöstä ja vaikka tiedot olisikin otettu huomioon arvopaperin hinnoittelussa. Muuten liiketoiminnallisesti yhtä merkittävä asia voi markkina-arvon muutoksen myötä olla joskus olennainen, joskus ei.
- Seikan merkitys yhtiön tuotto-odotuksien kannalta.
- Seikan merkitys yhtiön taloudelliseen asemaan ja toimintaan liittyvien riskien kannalta.³⁸⁸
- Seikan vertaaminen toteutuneeseen tulokseen ja liikevaihtoon.³⁸⁹ Tätä määrittelyperustetta *Jauhiainen* kritisoi siitä, että tässä sekoitetaan tuleva ja mennyt aika, toisin sanoen arvioijan ajatukset ovat kulkeneet seuraavasti: ”jos nykyhetki siirrettäisiin eiliseen, mikä tämän seikan vaikutus olisi ollut viime tilikaudella?”³⁹⁰
- Yrityskaupan vertaaminen johonkin seuraavista kriteereistä: (i) osuus kohteen liikevaihdosta tai taseesta on yli 10 % pörssiyhtiön konsernin liikevaihdosta tai taseesta; (ii) osuus yrityskaupan kohteena olevasta yrityksen omasta pääomasta ja varauksista on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä; (iii) yrityskaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä.³⁹¹ Nämä perusteet eivät

³⁸⁵ Erityisesti on ollut epäselvää, onko osavuositarkastuksessa oleva tieto *aina* sisäpiirintietoa. Helsingin KäO on antamassaan ratkaisussa (Hgin KäO R 00/869, 30.6.2000), väliotsikon Olen- naisesta vaikutuksesta alla, tulkinnut osavuositarkastusten ja tilinpäätösten sisältöjen olevan sellai- sia, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. *Kurenmaan*, 129, mukaan tarkastusten olennainen merkitys tulee niiden antamien tietojen tarkkuudesta ja yhtiötä koske- vasta kokonaiskuvasta, koska julkistaminen lopettaa tiedollisen epävarmuuden.

³⁸⁶ HAOS A5.431.

³⁸⁷ *Rapakko*, 196, on tulkinnut tiedon olennaisuutta yhtiön kaikkien ulkona olevien osakkeiden osalta. Tällainen tarkastelu antaa hänen mukaansa kuvan julkistamattoman tiedon taloudellisesta merkityksestä. Muilla oletetun arvomuutoksen arviointitavoilla ei hänen mukaansa liene samaa informaatioarvoa kuin koko osakemäärän arvon tarkastelulla.

³⁸⁸ HAOS A5.46.

³⁸⁹ Vrt. tarjousesiteohjeet TeVMp, 13.10.1994/905. Esim. yrityskauppa, uusi tai lopetettava toi- miala.

³⁹⁰ *Jauhiainen*, 5.

³⁹¹ HAOS A5.451.

reagoi muutoksen laatuun ja on *Jauhiaisen* mukaan havaittu jo useissa tapauksissa melko tehottomiksi.

- Seikan strateginen merkitys yhtiön kannalta.³⁹² *Jauhiaisen* mukaan viime mainittu peruste vain yrittää täydentää jo mainittuja määrittelyperusteita.³⁹³

Tiedon olennaisuutta on siis tarkasteltava yhtiöittäin. Pienellä rajatulla markkinalla toimivalle yhtiölle olennainen tieto on erilainen kuin globaalilla markkinalla toimivalle. Yhdellä kriteerillä tieto voi olla epäolennainen, toisesta näkökulmasta sama tieto voi olla hyvin olennainen. Tietyillä toimialoilla on myös tunnusluvuilla erilainen merkitys.³⁹⁴ Tiedon olennaisuutta on siten katsottava toimialan ominaispiirteitä vasten ja useasta eri näkökulmasta samanaikaisesti (esimerkiksi markkinan, yhtiön koon, kilpailutilanteen ja henkisten resurssien näkökulmasta).

Olennaisuuden käsitteen keskeisestä merkityksestä huolimatta sen sisältöä ei ole kyetty formuloimaan.³⁹⁵ *Jennings – Reckers – Kneerin* mukaan kirjallisuudessa parhaana on pidetty määrittelyä, jonka on laatinut Yhdysvaltain Financial Accounting Standards Board (FASB):

”The essence of the materiality concept is clear. The omission or misstatement of an item in a financial report is material if, in the light of surrounding circumstances, the magnitude of the item is such that it is probable that the judgement of a reasonable person relying upon the report would have been changed or influenced by the inclusion or correction of the item.”³⁹⁶

Tiedon olennaisuus määritellään tässä eräällä tavalla negaation kautta, sillä perusteella, että henkilön arviointi raportista olisi tiedon korjauksen tai muuttamisen vaikutuksesta muuttunut. Jos arviointi tehdään negaation kautta, saattaa koko kysymys siitä, onko tieto olennainen, olla väärin asetettu sillä hetkellä kun arvio joudutaan tekemään, koska vaikutusta ei useinkaan vielä tiedetä.

³⁹² Vrt. tarjousesiteohjeet. TeVMp, 13.10.1994/905.

³⁹³ *Jauhiaisen*, 5.

³⁹⁴ Esimerkiksi KILA on myöntänyt vakuutustoimialan omistusyhteisöille luvan (1686/17.9.2002) poiketa osavuosikatsausta ja tilinpäätöstä laatiessaan VM:n asetuksesta 538/2002 bruttoinvestointien ja tutkimus- ja kehitysmenojen esittämisestä tietyin poikkeuksin.

³⁹⁵ *Samuelsson*, 106.

³⁹⁶ *Jennings – Reckers – Kneer*, 340. Sitaatti FASB: Statement of Financial Accounting Concepts No 2, ”Qualitative Characteristics of Accounting Information”. Stamford Conn (1980) § 132. – Ks. myös *Brudney – Chirelstein* 1979, 828, jossa viitataan Yhdysvaltain korkeimman oikeuden oikeustapaukseen *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States* (406 U.S. 128, 154, 1972), jonka mukaan ”materiality is to be determined from the reasonable investor’s point of view and not through some formula measuring the importance of the transaction to the offeree representative or the issuer”.

Systeemi-arvioinnin kriteerein saadaan ainoastaan karkeaa suuntaa tiedon mahdollisesta olennaisuudesta. Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen sovellettu-na systeemi-arviointi ei olekaan riittävä. Siksi seikan olennaisuutta on arvioitava lisäksi muita tekijöitä, huolellisen henkilön käsitettä sekä arviointiajankohtaa vasten.

5.2.2 Tilinpäätöksen tietoa ja kuvaa koskevan keskustelun pääpiirteet

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden olennaisuusarviointi on väistämättömässä yhteydessä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden olennaisuuskäsitykseen. Siksi on lyhyesti käytävä läpi vastaavaa tilinpäätöstä koskevaa keskustelua.

Tilinpäätöksen hetkellä yhtiön liiketoiminnan prosessi katkaistaan tarkastelua varten.³⁹⁷ Katkaisuhetkestä ja yhtiön tilasta annettavista tiedoista on yksityiskohtaiset säännöt, joiden noudattamista tarkoin valvotaan. Katkaisuhetkestä on annettava *oikeat ja riittävät tiedot* sekä *oikea ja riittävä kuva*.³⁹⁸ Käsitteet ovat kirjanpitolaissa rinnasteisia. Riittävätkö lain tarkoittamat tilinpäätöstiedot antamaan myös oikean kuvan yhtiön tilanteesta, vai voidaanko kuvalle antaa toisenlainenkin sisältö kuin asian ympärillä käyty, seuraavilla sivuilla esiteltävä keskustelu on viitannut?

Jos tarkastellaan pelkästään sanaa kuva, huomataan, että ollaan heti tekemisissä näkemyksellisen asian kanssa. Kuva on *johdon käsitys yrityksen asemasta* toimintaympäristössään. Johdon antamana kuvan ”oikeellisuus” perustuu luottamukseen osakkeenomistajien ja johdon välillä.³⁹⁹ Vaikka vastuun kuvan tulokinnasta voidaan ajatella olevan myös vastaanottajalla,⁴⁰⁰ johto valitsee omalta puoleltaan kuvan, luo ja muokkaa sitä jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella ja vapaaehtoisella informaatiolla. Näin käsitettynä johdon antamaa kuvaa ei voi pitää vain kirjanpidon terminä, vaan muu tiedottaminen täydentää tilinpäätöksen selvitystä yhtiöstä ja sen taloudellisesta asemasta.

Säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen kuuluva tilinpäätös voidaan julkaista osana vuosikertomusta, jonka vapaaehtoinen osuus on usein luonteeltaan

³⁹⁷ Hallituksen kertomuksen pitää sisältää myös tiedot tärkeistä tilikauden jälkeisistä tapahtumista.

³⁹⁸ Tämä on etenkin tilinpäätösten jaksotusten osalta ollut ongelma, jota on pyritty poistamaan kehittämällä menettelytapoja tilikauden tuloksen ja tilinpäätöspäivän taloudellisen aseman oikeaksi ja riittäväksi kuvaamiseksi. On lisäksi huomattava, että KPL 3:2§:ssä edellytetään yhtiökohtaista harkintaa.

³⁹⁹ Vrt. kuit. SOU 1994: 17 Del I, 121, jonka mukaan, koska yritys on riippuvainen toiminnastaan eturyhmiensä (mm. omistajat/pääomasijoittajat) panoksesta, toimitusjohtajan antaman informaation tulee perustua molemminpuoliseen luottamukseen.

⁴⁰⁰ IAS-sääntelyryhmän loppuraportti, 81 ss.

jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhteenveto yhtiön tapahtumista.⁴⁰¹ Siksi on tarpeellista tarkastella yhtiön kuvaa tilinpäätöksen ja yhtiön strategian yhteyden suhteena, koska tämä yhteys saattaa paljastaa kuvan tarkoituksen myös jatkuvan tiedonantovelvollisuuden toteuttamisessa.

Kirjanpitolaki uusittiin 1990-luvulla kahteen kertaan. Vuonna 1993 tehtiin korjauksia vanhaan lakiin ja aiemmin ainoana periaatteena olleen hyvän kirjanpitolain rinnalle tuli käsite ”oikeat ja riittävät tiedot”. Kun true and fair view (TFV) käännettiin suomeksi ”oikeat ja riittävät tiedot”, oli taustalla juuri kyse näistä käsitteiden sisältöä koskevista erimielisyyksistä. Käsitteen mukaanottaminen viittasi yrityksen taloudelliseen asemaan ja nosti taseen merkitystä perinteiseen tuloslaskelmakeskeisyyteen verrattuna.⁴⁰²

KPL:n uudistamistyöryhmä 1995 ehdotti, että lain termi oikeat ja riittävät tiedot korvattaisiin ilmaisulla oikea ja riittävä kuva. Lopulliseen 31.12.1997 voimaan tulleeseen lakiin sisällytettiin molemmat termit siten, että tilinpäätöksessä on annettava oikeat ja riittävät tiedot (*oikea ja riittävä kuva*). Maininta kuvasta tuli mukaan, mutta sulkeisiin ja kursivilla.

Vuosina 1986–1998 on kotimaisissa tilintarkastusalan ammattilehdissä käyty keskustelua näistä käsitteistä.⁴⁰³ TFV-käsitteen tulkitsijoina ja normittajina ovat *Majalan* mukaan toimineet tilintarkastajat.⁴⁰⁴ Määrittelyssä ei *Majalan* mielestä ole onnistuttu, eikä sen periaatteellisesta sisällöstäkään ole olemassa vahvaa dokumentointia.

Ekholm ja Troberg ovat sitä mieltä, että oikeat ja riittävät tiedot -käsite korostaa muotoa. Oikea ja riittävä kuva korostaa sen sijaan sisältöä ennen muotoa. Tämä velvoittaa yritystä jopa poikkeamaan lainsäädännöstä oikean ja riittävän kuvan antamiseksi.⁴⁰⁵

Riistama puolestaan toteaa, että oikeat ja riittävät tiedot on tilinpäätöksen sisältöä koskevana vaatimuksena parempi kuin oikea ja riittävä kuva, koska tilinpäätös on yksi, mutta sen perusteella jokainen lukija saa muodostaa omasta näkökulmastaan kuvan yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Hän huomauttaa, että tilinpäätös voi parhaimmillaankin kertoa vain osasta niistä tekijöistä, jotka vaikuttavat yrityksen menestymiseen, ja lisäksi, että yrityk-

⁴⁰¹ Vuosikertomus on käytäntöön vakiintunut nimitys raportista, joka sisältää kirjanpitolain tarkoittaman tilinpäätöksen sekä ns. vapaamuotoisen osuuden. Jälkimmäisen sisällöstä ei ole annettu ohjeita. Tilinpäätös koostuu hallituksen toimintakertomuksesta, tuloslaskelmasta, taseesta ja liitetiedoista. Tätä kokonaisuutta kuvataan usein puhumalla *virallisesta osuudesta*. Vuosikertomusta ei pidä sekoittaa arvopaperimarkkinalain tarkoittamaan vuosikatsaukseen, jolla tarkoitetaan pidennettyjen tilikausien 12 kuukauden katsausta, johon pätevät tietosisällön osalta vain osavuositarkastusta koskevat vaatimukset.

⁴⁰² *Leppiniemi* 1992, 22–25.

⁴⁰³ *S Määttä* 2000: True and Fair View – Ajatuksia oikeista ja riittävistä tiedoista ja kuvasta erityisesti Suomessa käydyssä keskustelussa.

⁴⁰⁴ *Majala* 1991, 183–189.

⁴⁰⁵ *Ekholm – Troberg* 1995, 343–346. Ks. myös KPL 3:2.2§.

sen tilinpäätöksen perusteella syntyvä kuva on erilainen tarkastelijasta riippuen.⁴⁰⁶

”’Oikean ja riittävän kuvan’ olisi johdonmukaisesti painotettava tilinpäätöksen hyväksikäyttäjän näkökulmaa – mutta kenen; George Soroksen vai Matti Meikäläisen. Kuvia voi syntyä yhtä monta kuin on tilinpäätöksen lukijaakin, mutta tilinpäätös on yksi ja muuttumaton kooste erilaista tietoa, jonka tarkoitus on antaa informaatiota yrityksen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Laatija ei voi olla vastuussa kaikista kuvista, joita lukijoiden mielessä voi syntyä.”⁴⁰⁷

Argumentoinnissa käytiin siis väittelyä siitä, kumman käsitteen sisältämää todellisuutta tilintarkastaja voi tarkastaa ja mikä tehtävä jää tiedon hyväksikäyttäjälle. Siksi tarkastelen, minkä luonteisia asioita oikeista ja riittävistä tiedoista kontra kuvasta ilmenee.

Kirjanpitolakia täydentävät valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta⁴⁰⁸ sekä kirjanpitolautakunnan yleisohje⁴⁰⁹. Näin yhtiöiden taloudellista asemaa koskeva pakottava sääntely pohjautuu lakiin ja sitä koskeviin helpommin muutettaviin määräyksiin ja ohjeisiin. Yhtiön toiminnasta on kirjanpitolain 3. luvun 1:4 §:ssä todettu, että toimintakertomuksessa on annettava tiedot yhtiön toiminnan kehittymistä koskevista tärkeistä seikoista. Tarkemmin tämä merkitsee tietoja tärkeimmistä investoinneista, yrityskaupoista, rationalisointitoimenpiteistä, toimiala- ja yritysdivestoinneista, tärkeistä uusista tuotteista ja markkina-alueista sekä muutoksista markkina-asemassa. Siitä, mitä nämä seikat voisivat eri yritysten kohdalla tarkoittaa, ei kirjallisuus juuri tarjoa esimerkkejä eikä tulkintoja. Kirjanpitolain vaatimukset toimintakertomuksessa esitettävistä asioista on siis ymmärrettävä esimerkinomaisiksi. Yhtiön ei suoranaisesti edellytetä kuvaavan liiketoimintansa harjoittamisen periaatteita, strategiaa tai niiden taustoja. Lain mukaan riittää, että yhtiö ilmoittaa aiempaan informaatioon nähden tapahtuneet muutokset. Kirjanpitolain painopiste on ymmärrettävästi sellaisilla tiedoilla, jotka ovat verifioitavissa ja vertailukelpoisia yhtiöiden välillä.⁴¹⁰ Tähän on pyrkinyt myös Euroopan unionissa tapahtunut lainsäädännön harmonisointi.⁴¹¹ Vuosikertomuksen vapaaehtoinen, tilinpäätöksen ulkopuolella annettu informaatio on sijoittajan kannalta kuitenkin olennaista.

⁴⁰⁶ Riistama 1996a, 8–9.

⁴⁰⁷ Riistama 1996b, 14–19.

⁴⁰⁸ VM 19.6.2002/538. Asetus sisältää mm. vaatimukset tilinpäätöksessä, tilinpäätöstiedotteessa ja osavuositarkastuksessa esitettävistä tiedoista.

⁴⁰⁹ Kirjanpitolautakunnan yleisohje valtiovarainministeriön päätöksessä (538/2002) tarkoitetun tilinpäätöksen, tilinpäätöstiedotteen ja osavuositarkastuksen laatimisesta 29.10.2002 sisältää mm. esitettävien tietojen laskentakaavat.

⁴¹⁰ Vertailtavuus edellyttää jatkuvuutta, toisin sanoen, että informaation laadinnassa käytetään samoja metodeja ja mittaustapoja tilikaudesta toiseen ja samalla tilikaudella eri yritykset käyttävät samanlaisia metodeja. Mähönen 2001a, 601.

⁴¹¹ Mähönen 2001a, 641 ss.

Mäkisen mukaan tiedot ja kuva -käsitteet ovat kaksi aivan eri asiaa. Hänen mukaansa oikeiden ja riittävien tietojen vaatimus täyttyy sullomalla tilinpäätökseen kaikki mahdollinen nippelitieto. Tietomassa toteuttaa lain määräyksen mutta sekoittaa lukijan päähän. Suomalaisen tilinpäätöksen perusteella tiedonkäyttäjä voi tehdä aivan väärän johtopäätöksen, vaikka tiedot ovat oikeat ja riittävät. Tietojen runsaus haittaa päätöksentekoa siten, että tilinpäätöksen perusteella syntyvä kuva on väärä tai puutteellinen. Oikeita ja riittäviä *tietoja* koskevan määräyksen tarkastelukulma on tiedon tuottajan. Oikeaa ja riittävää *kuva*a koskevassa määräyksessä asiaa katsotaan tiedonkäyttäjän kannalta. Tässä on suuri ero. Tilinpäätösdirektiivin oikean ja riittävän kuvan ensisijaisuutta koskeva maininta tukee *Mäkisen* mukaan tätä päätelmää.⁴¹²

Tiedonkäyttäjän näkökulmaa korostamalla tullaan kuitenkin juuri niihin ongelmiin, joita *Riistama* tuo esiin. Jotta kuvan luominen olisi hyväksikäyttäjän näkökulmasta mahdollista, pitää tuntea hyväksikäyttäjä ja hänen odotuksensa. Tarkastettavan yhtiökokonaisuuden näkökulmasta tiedot ovat siksi eri asia kuin kuva. Tieto on faktuaalista⁴¹³, kuva on näkemyksellistä. Kuva on johdon tavoitteistaan lojaalisti luoma arvio yhtiön ja sen markkinan tilanteesta. Kuvan luonteeseen tosin kuuluu epätäydellisyys, eikä se sisällä kaikkea tietoa, mutta juuri *kuvan epätäydellisyydessä on myös sen vahvuus*. Ilman epätäydellisyyttä ei synny liiketoimintanäkemystä, jota johto voi täyttää. Näkemys ajaa johtoa eteenpäin yrityksen muokkaamiseksi sille uralle, joka tuo menestyksen. Sitä voidaan subjektiivisesti arvioida ja asettaa kyseenalaiseksikin, mutta yhtä kaikki se on johdon näkemys. [Vrt. tiedon mosaiikkimainen luonne, luku 8.1.]

Kuva sellaisenaan ei ole ”oikea” tai ”väärä”. Kuva muuttuu koko ajan ja eri yhtiöissä eri tavoin. Myös *Ekholmin* ja *Trobergin* mukaan tilinpäätösinformaation esittäminen oikea ja riittävä kuva -periaatteen mukaisesti tulee ymmärtää dynaamisena pyrkimisenä eikä staattisena tilana.⁴¹⁴

Juridisen ratkaisun kohteena olevan reaalisen todellisuuden kuvaamisessa ei *Tolosen* mukaan ole keskeistä niinkään konkreettisten faktojen määrittely, vaan

⁴¹² *Mäkinen* 407–408.

⁴¹³ Tieto ei ole aina faktuaalista. *Vahtera* 1988, 22–28, toteaa, että hyvinkin erilaiset tilinpäätökset voidaan tulkita oikeiksi sen mukaan, mitä tavoitetta on haluttu tilinpäätöstä laatiessa painottaa. Hänen mukaansa erilaiset tavoitteet voivat olla keskenään hyvinkin ristiriitaisia. Silti tavoitteet voivat olla täysin hyväksyttäviä eikä yhden tavoitteen korostaminen muiden kustannuksella vielä tee tilinpäätöksestä virheellistä. – *Laitinen*, 155 ss., on kuvannut yritystoiminnan terveyskolmion kolmea keskeistä periaatetta – kannattavuus, maksuvalmius, vakavaraisuus – joita tilinpäätös kuvaa. *S Määttä* 2000, 12–13, kuitenkin toteaa, että ne eivät kerro paljon tekijöistä, jotka mahdollistavat hyvän tuloksen. Tuloksellisen toiminnan mahdollistajina ovat ainakin tyytyväiset asiakkaat, tehokkaat ja laadukkaat tuotanto- ja jakeluprosessit sekä innovatiivisen ja uudistumiskykyisen ja -haluisen henkilöstön. Nämä tekijät eivät ole kirjanpidollisia transaktioita eikä niiden osalta ole välttämättä osoitettavissa perinteisin määritelmin esitettyä audit trailia. Tämän mukaisesti ne eivät sisälly myöskään viralliseen tilinpäätökseen.

⁴¹⁴ *Ekholm – Troberg*, 345.

jokaiseen todellisuuden kuvaukseen välttämättä liittyvien arviointien tekeminen.⁴¹⁵ Osittain tästä syystä olennaisuusarvioinnissa ei riitä yksittäisten tietojen sisältö, vaan niiden avaama merkityssisältö. Tärkeää yrityksen tavoitteiden näkökulmasta on kuitenkin se, poikkeako tarkastelijan kuva siitä kuvasta, jonka johto antaa. Vasta tällöin syntyy keskustelua siitä, johtaako johto yhtiötä sillä tavoin kuin omistaja toivoo. Tilintarkastaja antaa lausunnon siitä, onko kuva oikea vai väärä, mikä käytännössä tarkoittaa, voidaanko tilinpäätöksen perusteella luoda johdon tarkoittama kuva.

Kuvan oikeellisuus perustuu viime kädessä luottamukseen osakkeenomistajien ja johdon välillä. Kukin sidosryhmä liittyy johdon antamaan kuvaan oman kuvansa ja hallussaan olevan muun informaation. Jos eri markkinaosapuolet eivät usko johdon antamaan kuvaan yhtiön tilasta, johtaja joutuu puolustamaan näkemystään. Johto vastaa näin antamiensa tietojen ja luomansa kuvan ”oikeellisuudesta”. Jos johdon luoma kuva on väärä (= osakkeenomistajien mielestä ei-toivottu) tai jos oikeaa kuvaa toteutetaan väärällä tavalla, on kyse luottamuksen laadullisesta mittaamisesta. Tällöin ei systeemiarviointi riitä, vaan ollaankin tekemisissä laatuksiteeristön kanssa, joka on paitsi tilanne-, myös henkilösidonnainen.

5.2.3 Laatuarviointi

Tieto on olennaista, jos sillä on merkitystä päätöksentekoprosessille. Yksinkertaisesta vastauksesta huolimatta olennaisuuden laatuongelma on monitahoinen.

Johto joutuu tekemään ratkaisunsa omaan arviointiinsa perustuen, arviointiin, jota sillä hetkellä ei kukaan toinen ole punnitsemassa tai kritisoidessa. Jos tiedon olennaisuuden arviointi on tilinpäätöksen katkaisuhetken osalta todettu vaikeaksi, se on vielä vaikeampaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden prosessissa. Tilinpäätöksessä ollaan tekemisissä suunnitellun laskentajärjestelmän ja numeraalisten faktojen kanssa. Kun tiedon olennaisuusarviointia laajennetaan liiketoiminnan kokonaisarviointiin, päätöksen ja arvioinnin kenttää laajennetaan. Tällöin tullaan paljolti subjektiiviselle alueelle.

Seuraavassa esimerkissä voidaan tarkastella kolmen pörssiyrityksen tulostiedon laatu ja tiedon olennaisuusarvoa sijoittajille:

Oyj Leo Longlife plc antoi pörssi-ilmoituksen 24.9.2001 klo 8:00 ja otsikoi sen ”Kirjeksi osakkeenomistajille”: Leo Longlife jatkaa edelleen valitsemallaan linjalla sekä perusliiketoiminnassaan että arvopaperikaupassa. Tuotekehityksemme ja korkea teknologiamme tuottaa tulosta

⁴¹⁵ J Tolonen 1997, 301.

ja varovaisen arvopaperikaupan ansiosta emme ole kärsineet rajusta pörssikurssien laskusta vaan sijoitustoimintakin tuotti pientä voittoa alkuvuonna.

Olemme olleet tyytyväisiä valitsemaamme strategiaan ja tämä linja on antanut vakaan vuosittaisen osinkotuoton myös osakkaillemme. Lisäksi on muistettava, että Leo Longlifen osakkeen substanssi-arvo on yhä noussut ja se on huomattavan korkea verrattuna osakkeen tämän hetken pörssiarvoon. Oma pääoma osaketta kohden on osavuositarkastuksessamme 06/01 68,94 mk, kun osakkeen hinta Helsingin pörssissä on viime aikoina ollut noin 44–45 mk. *Ehkäpä nyt olisikin hyvä aika lisätä osakemistusta Leossa. Arvo-osakkeet kuten Leo säilyttävät kurssinsa vakaina taantumankin aikana ja ovat olleet pitkäaikaissijoittajalle turvallisia.* [kurs. tässä]

Tietenkin – kuten kaikessa liiketoiminnassa – on muistettava, että historia ei ole tae tulevaisuuden menestykselle. Uskomme kuitenkin Leolla, että ne voimakkaat panostukset, joita olemme tehneet ja teemme jatkossakin toisaalta tuotekehityksemme ja toisaalta markkinointimme tehostamiseen, tuottavat tulevaisuudessa tulosta. Mutta sekä tuotekehitys- että markkinointipanostukset ovat luonteeltaan pitkävaikutteisia ja lyhyellä tähtäimellä ne kustannusten lisääntymisen takia *vaikuttavat tuloista alentavasti. Näin jo vuosina 2001 ja 2002.* [kurs. tässä]

--

Jaakko Pöyry Group Oyj julkisti 26.9.2001 klo 8.30 *pörssitiedotteen*, joka oli otsikoitu jo selvästi lukijaystävällisemmäksi: *Jaakko Pöyry Groupin tulossennuste vuodelle 2001 – Jaakko Pöyry Group Oyj:n hallitus on kokouksessaan 25.9.2001 tarkastellut konsernin vuoden 2001 tulossennustetta.*

Maa-ilmantaluuden suhdannenäkymät ovat erityisesti syksyn aikana *heikentyneet selvästi*. Taloudellisen aktiviteetin lasku vaikuttaa *Jaakko Pöyry Groupin* toimintaan erityisesti Pohjois-Amerikassa, jossa investointikysyntä on heikentynyt voimakkaimmin. Pohjois-Amerikan osuus *Jaakko Pöyry Groupin* liikevaihdosta on vuonna 2001 noin 5 prosenttia. Konsultointitoiminnan kysyntä on myös pienentynyt ja investointipankkitoiminnan eräiden toimeksiantojen toteutukset saattavat siirtyä vuodelle 2002. Energia-liiketoimintaryhmän kehittyvillä markkinoilla neuvottelujen alla olevat suuret toimeksiannot ovat myös viivästyneet aiemmin oletetusta ajankohdasta. *Jaakko Pöyry Groupin* tilauskanta on keskimäärin edelleen hyvä ja markkina-asema on vahva. Konsernin voiton rahoituserien jälkeen arvioidaan vuonna 2001 olevan 26–30 miljoonaa euroa. Osakekohtaisen tuloksen arvioidaan olevan 1,25–1,45 euroa. [kurs. tässä]

--

Aldata Solution Oyj:n pörssitiedote 26.9.2001 kello 14.30 oli otsikoitu selkeimmin: *Aldata alentaa vuoden 2001 kasvu- ja kannattavuussennustettaan.* *Aldata Solution Oyj:n* vuoden 2001 liikevaihto ja tulos ennen satunnaisia eräjä elokuussa 2001 annetusta ennusteesta. Yhtiön näke-

mys tällä hetkellä on, että sen liikevaihto on noin 63–65 milj. euroa, joka vastaa noin 24–28 %:n kasvua vuoteen 2000 verrattuna. Tuloksen ennen satunnaisia eria ennakoidaan olevan noin 5–6 milj. euroa vuonna 2001.

Kasvu- ja kannattavuusennusteen laskun takana ovat seuraavat syyt:

1. Systembolaget on ilmoittanut Aldatalle siirtävänsä vuoden 2001 viimeiselle vuosineljännekselle suunniteltuja toimituksia vuoden 2002 ensimmäiselle vuosineljännekselle. Lisäksi Aldatan Ruotsin tytäryhtiön Aldata Solution AB:n sisäisessä ennustusjärjestelmässä on *havaittu vakava virhe*, jonka korjaaminen on aiheuttanut Ruotsin liikevaihtoennusteen laskemisen. Näiden seikkojen yhteisvaikutus vuoden 2001 liikevaihtoon on noin 3,5 milj. euroa.

2. E-business-liiketoimintaryhmän liikevaihtoennustetta lasketaan 2 milj. eurolla. Syynä ovat MTS-ohjelman kahden merkittävän *asiakas-tilauksen viipyminen* ja Aldata Content Oy:n jääminen vuoden 2001 myyntitavoitteista, joka on seurausta sisältötuotantomarkkinoiden nopeasta heikkenemisestä.

3. Ennusteessa *varaudutaan* lisäksi yleisen markkinatilanteen mahdolliseen heikkenemiseen, joka saattaa laskea muiden liiketoimintojen myyntiä 1 milj. eurolla.

Ruotsin tytäryhtiössä ja E-business-liiketoimintaryhmässä käynnistetään välittömästi sopeuttamistoimenpiteet yllä kuvattujen seikkojen vuoksi. [kurs. tässä]

Nyt voidaan vertailla kolmen yhtiön olennaisen tiedon, tulosvaroituksen laatua. Leo Longlifen tulosvaroituksen laatu oli tietojen olennaisuuden ja tarkkuuden osalta heikoin, Pöyryn ratkaisevasti parempi ja Aldatan paras. Keskeinen ongelma, kuten esimerkeistä ilmenee, on se, että yhtiölle on de lege lata asetettu vain velvoite siitä, *mitä* pitää julkistaa, mutta ei siitä, *miten* julkistamisen pitää tapahtua.⁴¹⁶ Siksi säännösten kehittämisen yhdeksi pääkohteista tulisi asettaa tiedotteen laadullinen sisältö.

Vaikka olennaisuuden määrittely on edellä systeemi-arvioinnin yhteydessä liitetty yhtiön tilinpäätösraportointiin, sitä sovelletaan Pohjoismaissa myös yhtiön jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Se, että olennaisuutta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sääntönä ei kuitenkaan ole laajalti tarkasteltu, johtunee lähinnä siitä, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden käsitettä ei ole juuri muualla

⁴¹⁶ Kuitenkin *Fama*, 383–417, osoitti jo 30 vuotta sitten, että markkinaherkkyys riippuu suuresti siitä, kuinka sijoittajat tulkitsevat tietoa. – *Ekholm*, 19–20, kertoo rahoitusteorian näkökulmasta tähän syynkin: ”This was certainly foremost due data limitations, as the narrow supply of data forced researchers to focus on investigating the functioning of stock markets from an aggregate point of view. (Note: Up until the second half of the 1990’s foremost price and other aggregate data has been available.) The long period that elapsed with negligible research in the field of how investors interpret and react to information might even have lead some researchers to the conclusion that it is a trivial issue in the stock market research. The extremely interesting recent findings – which have emerged with stunning impact and velocity – regarding the behavioral patterns of investors have however stirred up new academic interest and give us a promise of further enhanced understanding of the functioning of stock markets.”

käytössä kuin Pohjoismaissa. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa tiedonantovelvollisuus ilmenee ennen kaikkea disclose or abstain -sääntönä, jonka mukaan tietoa ei ole välttämätöntä julkistaa, ellei sitä aiota käyttää itse hyväksi. Olennaisen tiedon käsitettä sellaisenaan onkin common law -maissa tarkasteltu enemmän vakuutusosoikeudessa ja yhtiöiden tilinpäätösinformaatiota koskien.

Olennaisuuskäsitteellä on suuri merkitys tilinpäätösteoriassa. Se on johtava periaate kaikessa yhtiön tiedonannossa intressiryhmille. Vaikka kirjanpitolautakunnan ratkaisuihin on asiaan useasti otettu kantaa suuntaa antavasti, yksiselitteisen määrittelyn puuttuminen merkitsee, että johdon ja tilintarkastajien henkilökohtaisilla arvioinneilla on ratkaiseva merkitys.⁴¹⁷ FASB:n puitteissa 1970-luvulla käydyissä keskustelupapereissa on erääksi kriteeriksi otettu käyttäjän näkökulma.⁴¹⁸ Pääsääntö jäi voimaan, eikä 1980-luvulla tarkempaakaan määrittelyä kyetty kehittämään.

Ruotsissa yhtiöiden tiedonjulkistamisen *tärkein tavoite on yleisön luottamus osakemarkkinoihin*. Jotta tätä luottamusta ei vahingoitettaisi, on pörssiyhtiön annettava ”täydellinen, tarkka, välitön ja samanaikainen” tieto kaikille osakkeenomistajille ja muille, joilla on tarve ja kiinnostus tietoon.⁴¹⁹ Saman selvityksen mukaan yhtiön täytyy julkistaa sellaiset päätökset ja seikat, jotka eivät epäoleellisessa määrin (”inte i oväsentlig grad”) vaikuta yhtiön (tai konsernin) kuvaan, jonka siihen asti julkistettu informaatio on välittänyt.⁴²⁰

Yhdysvalloissa SEC⁴²¹ ei juuri tarkemmin määrittele käsitettä, vaan perustaa olennaisuuden määrittelyn oikeuskäytäntöön. Niinpä ”information is material if there is a substantial likelihood that a reasonable shareholder would consider it important in making an investment decision – – [and it is] a fact [that] would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the total mix of information made available.”⁴²²

Tiedon olennaisuuden rajoja on jouduttu tunnustelemaan paljon englantilaisessa vakuutusosoikeudessa, josta saattaa aueta erilaisia olennaisuuden tulkintoja.

⁴¹⁷ Samuelsson, 106.

⁴¹⁸ FASB (1975): *Discussion Memorandum, "Criteria for Determining Materiality"*. Stamford Conn, s. 8. Ks. Jennings – Reckers – Kneer, 340 av. 9.

⁴¹⁹ SOU 1989: 72 (Del 1), 270 ss., Samuelsson, 107.

⁴²⁰ Sanamuoto poikkeaa Suomen normistosta. Myös *Kågerman*, 206–207, kiinnittää huomiota ilmaisujen ”i icke oväsentlig grad påverka” ja ”väsentligt påverka” väliseen eroon. Muutos on ensin mainitussa tapauksessa pienempi kuin jälkimmäisessä.

⁴²¹ SEC, Securities and Exchange Commission on Yhdysvaltain arvopaperilainsäädännön noudattamista valvova viranomainen. Tärkeimmät markkinoita ohjaavat lait ovat arvopaperilaki (Securities Act of 1933) sisältäen arvopapereiden liikkeeseenlaskua koskevia säännöksiä ja arvopaperimarkkinalaki (Securities Exchange Act of 1934) sisältäen jälkimarkkinoita koskevia säännöksiä.

⁴²² Steinberg 2001b, 291, viittaa tässä Regulation FD Releasessa käytettyyn (supra note 82) oikeustapaukseen TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438, 449 (1976).

The Marine Insurance Act, 1906, s. 18(2) määrittelee olennaisuuden näin:

”Every circumstance is material which would influence the judgment of a prudent underwriter in fixing the premium or determining whether he will take the risk.”

The Road Traffic Act, 1934, s. 10(5) kuuluu seuraavasti:

”The expression ‘material’ means ‘of such a nature as to influence the judgement of a prudent insurer in determining whether he will take the risk, and, if so, at what premium and on what conditions’.”⁴²³

Kun tarkastellaan näitä määrittelyjä, on molemmille yhteistä se, että vakuutuksenantaja (arvopaperimarkkinoille sovellettuna yhtiö) määrittelee olennaisuuden. Siitä välttämätön seuraus on se, että vakuutuksenottajalla on pääasiallinen näyttövelvollisuus.

Meri- ja palovakuutuksen välillä olennaisuus-käsitteellä on selvä ero:

”The reason for the rule, and the policy on which it was founded, in its application to marine risks, entirely fail when applied to fire policies. In the former, the subject of insurance is generally beyond the reach, and not open to the inspection, of the underwriter, often in the distant ports or upon the high seas, and the peculiar perils to which it may be exposed, too numerous to be anticipated or inquired about, known only to the owners and those in their employ; while in the latter, it is or may be seen and inspected before the risk is assumed, and its construction, situation and ordinary hazards as well appreciated by the underwriter as the owner.”

Merivakuutustilanne on jossain määrin analoginen myös sijoittajan ja yhtiön välillä. Sijoittajakaan, olkoon kuinka huolellinen tahansa, ei voi tietää, millaisia riskejä yhtiö mahdollisesti hänen tietämättään ottaa tai millaisia uhkia yhtiölle on kasvamassa, vaikka johto niistä tietäisikin. Hän on täysin riippuvainen johdon antamasta tiedosta ainoana suojanaan tilintarkastajat, lain asettama velvoite ja johdon lojaliteetti osakkeenomistajia kohtaan. Suurimmaksi osaksi johdon päätökset ovat luonteeltaan toiminnallisia ja laadullisia eikä niiden taloudellisista vaikutuksista ole aina selvyttä, vaikka laskelmia olisikin.

5.2.4 Luottamus johtoon tiedon tulkitsijana

Edellä systeemi-arvioinnin yhteydessä esitetty ”true and fair view” -sanayhdistelmä voidaan käsittää myös siten, että sana *true* merkitsee lain kirjaimellista muotoa ja *fair* puolestaan lain henkeä. Molempien on oltava samanaikaisesti

⁴²³ *Smith*, 260.

voimassa. Mutta vaikka molempien sanojen sisältövaatimukset tulisivat kateuiksi, niistäkään ei välttämättä synny perustellussa päätöksenteossa tarvittavaa kuvaa.

Tarina kapteenista ja perämiehestä korostaa sanojen käsitteellisiä eroja. Laiivan kapteeni oli huolissaan perämiehen ryypiskelystä. Eräänä päivänä hän kirjoitti lokikirjaan: ”Perämies oli tänään juovuksissa.” Tieto oli sekä oikea että riittävä. Seuraavana päivänä perämies oli kansivahdissa. Hän oli harmissaan lokikirjan merkinnästä ja teki kirjaan oman merkintänsä: ”Kapteeni oli tänään raitis.” Tämä merkintä oli myös oikea, mutta koska sen sisältö yleiseen asiain tilaan nähden oli epätavallinen ollakseen edes mainitsemisen arvoinen, se ei ollut riittävä tieto.⁴²⁴

Molempien sanojen (oikeat ja riittävät) vaatimusten on oltava samanaikaisesti voimassa, jotta tarkastuksen tavoite tulisi täytettyä. Perämies ei antanut riittäviä tietoja varustamolle kapteenia koskevaa arviointia varten. Päinvastoin hän antoi myös harhaanjohtavaa tietoa, vaikka tieto itsessään oli oikea.⁴²⁵

Mutta jos kriteerinä *tietojen* sijasta käytetään sanaa *kuva*, antoiko kapteeni oikean kokonaiskuvan varustamolle? Jos kapteeni odottaa varustamon tekemän ratkaisuja lokikirjan tiedon pohjalta, miten hän saisi varustamon ymmärtämään tilanteen? Hänen tulisi antaa varustamolle sellaiset tiedot, joiden avulla varustamo kykenisi parantamaan alusten turvallisuutta ja miehistöjen tehokkuutta. Siksi kapteenin olisi pitänyt oikean kuvan antaakseen kertoa laajemmin tapahtuman taustoista ja olosuhteista, joissa laivalla tehdään työtä. Kauanko perämiehen juopottelu oli jatkunut? Oliko juopottelu tapahtunut vapaa-aikana vai työvuorossa? Oliko perämies aiemmilla laivareiteillä käyttäytynyt vastuuttomasti? Millaiset säännöt viinan käytöstä laivalla oli? Oliko perämiehelle ennen matkan alkua kerrottu riittävästi laivan olosuhteista jotta hän olisi osannut ottaa huomioon sopivuutensa tehtävään? Olivatko työvuorot liian pitkiä?

Arvopaperimarkkinoilla sijoittajan oletetaan tekemän ratkaisuja yhtiön antamien tietojen pohjalta. Vaikka itse tiedot kapteenin puolelta olivat lokikirjassa olleet sekä oikeat ja riittävät, niin ne sinänsä eivät vielä muodostaneet *kokonais-kuvaa* varustamolle perustellun arvion tekemistä varten. Siihen olisi tarvittu lisätietoja tai kapteenin kuulemista. Mutta koska varustamo oli valinnut kapteenin luottomiehekseen ja laivan päälliköksi, varustamon tuli myös luottaa kapteeniin. Siksi kapteeni oli saanut itse valita ne taustatiedot, jotka hän olisi nähnyt tärkeiksi. Taustatiedot eivät ehkä olisi olleet varustamolle täydelliset tai kattavat, mutta kuitenkin riittävät kuvan muodostamiseksi.

Kuvan uskottavuus perustui luottamukseen varustamon ja kapteenin välillä, eikä kapteenin antaman kuvan sisältöä siksi ollut mielekästä tarkistaa. Mikäli kapteenin antamat kuvat laivan tilanteesta olisivat toistuvasti olleet omiaan

⁴²⁴ Amat – Blake – Oliveras, 10.

⁴²⁵ Tiedon teki harhaanjohtavaksi ympäristö, jossa se julkistettiin.

herättämään epäilyksiä varustamossa ja laivan tulos olisi ollut huono, laivassa olisi pitänyt tehdä laajempi tarkastus. Niin kauan kuin kapteenin toiminta oli uskottavaa ja tulos oli hyvä, varustamon oli kannattavaa uskoa kapteenin antamaan kuvaan, vaikka sillä ei ollutkaan koko kuvaa tilanteesta. Näin *kysymys tiedon olennaisuudesta* ja koko kuvasta *avautuu* kapteenin ja varustamon, *yhtiön ja arvopaperimarkkinoiden relaationa*, johon vaikuttaa molemmin puolin tunnettu luottamus.

Carpenter, Dirsmith ja Gupta ovat tutkineet maailman johtavien tilintarkastustoimistojen tekemiä olennaisuusarviointeja toimistojen sosio-behavioristisia taustoja vasten.⁴²⁶ Olennaisuusarviointi on kirjoittajien mukaan sosio-behavioristinen ilmiö, johon vaikuttavat toimiston sosiaaliset kontaktit verrattuna sen tarkastusfilosofiaan.⁴²⁷ Siksi on todennäköistä, että jos yhtiön kulttuuria voidaan kutsua mekanistiseksi, voidaan sen tiedonantovelvollisuuden olennaisuuskäsitystäkin kutsua mekanistiseksi. Yrityksen johdon henkilökohtaiset arvioinnit ja yhtiön kulttuuri ts. vaikuttaa siihen, miten yhtiö arvioi tiedon olennaisuutta.⁴²⁸

Tiedon olennaisuuden tarkastelu arvopaperimarkkinoiden relaatiokysymyksenä merkitsee, että otetaan laajasti huomioon kulloiseenkin tilanteeseen liittyvät moninaiset olosuhteet eikä tyydytä tilanteen ns. objektiiviseen arviointiin [ks. jäljempänä luku 5.3.1].

5.2.5 Tiedon olennaisuuden arvioinnin vaiheet

Tiedon olennaisuuden arviointia voi helpottaa tarkastelemalla, mitä itse arviointi käytännössä tarkoittaa. *Ying* vertailee useita common law -maiden oikeuksissa toteutettuja vakuutus oikeudellisia olennaisuusratkaisuja ns. olennaisuustestin

⁴²⁶ *Carpenter – Dirsmith – Gupta*, 355–380.

⁴²⁷ *Ibid.* Mekanistiseen yrityskulttuuriin orientoituneet yritykset toteuttavat helposti myös mekanistista olennaisuusarviointia ja orgaaniseen kulttuuriin orientoituneella yrityksillä on sen sijaan *more heightened, satisficing materiality judgment process*. Nämä eivät ole toisiaan poissulkevia, vaan kuvaavat yrityskulttuurin painotuksia.

⁴²⁸ *Smithin*, 260–261, mukaan yhtiöiden erilaiset olennaisuuden arviointikriteerit ovat tärkeä osa kilpailullisia markkinoita. Juuri ne muodostavat markkinat. Jos kaikilla olisi täsmälleen samantyyppiset olennaisuuden kriteerit, ei markkinoita ehkä olisi ollenkaan tai ainakin arvopaperimarkkinoiden riski määrittyisi toisella tavalla. – Tosin kaikilla yrityksillä ei ole samoja edellytyksiä arvioida tiedon merkitystä sijoittajalle. Mitä kokeneempi yritys markkinoilla on, sitä enemmän siltä voidaan edellyttää tuntemusta lain vaatimuksista ja informaation vaikutuksesta osakkeen arvoon. Siksi niitä, joilla tällaiset edellytykset voidaan katsoa olevan, tulisi arvioida kriittisemmin kuin niitä, joilta nämä edellytykset osittain puuttuvat. Toisaalta jos toistuvasti julkistamista rikkova yritys ei huomautuksista huolimatta muuta toimintaansa markkinoiden luottamuksen edellyttämällä tavalla, tulisi tähän kohdistaa kiristäviä sanktioita.

(materiality test) kriteerein.⁴²⁹ Olennaisuustesti saa erilaisia ilmenemismuotoja olematta silti ristiriidassa alkuperäisen olennaisuusmäärittelyn kanssa.⁴³⁰

”It seems to me that the test of materiality is this: a fact is material if it would have reasonably affected the mind of a prudent insurer in determining whether he will accept the insurance, and if so, at what premium and on what conditions. The word ‘reasonably’ is necessary to maintain control over the evidence of possibly absurd stringent insurance practice. – It achieves the purpose of the ‘reasonably assured’ test but fixes the area of judgement where it properly belongs – that is, with the insurer.”

Ying kiinnittää huomiota epämääräisiin sanoihin ”affected the mind” ja johtaa niistä kaksi erilaista tulkintaa, lavean ja kapean. Lavean tulkinnan mukaan käsitykseen on vaikutettu heti kun jokin tiedon osa on otettu huomioon seikan määrittelyssä. Eräässä tapauksessa oikeus esimerkiksi katsoi, että kaikki tarpeellinen on julkistettava jotta se vaikuttaisi vakuutuksenantajan mielipiteeseen ja päätöksentekoprosessiin. Näin siis sillä, todettiinko tiedolla olleen myöhemmin suoraa vaikutusta asiaan, ei ollut merkitystä. Arvopaperimarkkinoille sovellettuna tämä merkitsisi laajan, merkityksettömiltäkin tuntuvien tietojen vyöryä yhtiöltä markkinoille riippumatta siitä, miten johto tietoa arvottaa ja riippumatta siitä, tarvitseeko kukaan sellaista tietoa.

Kapean tulkinnan mukaan taas viime kädessä vain vakuutuksenantajan (arvopaperimarkkinoille sovellettuna yhtiön) päätöstä määrääviä tekijöitä voidaan pitää olennaisina.

”The effect on the mind of the insurer – – should be something more than the effect produced by information which the insurer would have been generally interested to have. If, though interested to have it, such information would not, in the end, have determined for a reasonably prudent insurer the acceptance or rejection of insurance, the setting of the premium or the attachment of conditions, there is not such effect on the mind as requires disclosure by the insured. The information although of interest is not material.”

Käytännössä tämä puolestaan merkitsisi, että tietoa seulottaisiin etukäteen merkittävästi ja säästettäisiin sijoittaja siltä vaivalta, että hän joutuisi päättelemään, mikä tietovirrasta mahdollisesti on olennaista. Tämä asettaisi suuren vastuun

⁴²⁹ *Ying*, 99–102.

⁴³⁰ *Carter v. Boehm* -ratkaisussa: ”The underwriter trusts to his [insured] representation, and proceeds upon confidence that he does not keep back any circumstance in his knowledge, to mislead the underwriter into a belief that the circumstance does not exist, and to induce him to estimate as if it did not exist.” (1766) 3 Burr, 1905, 97 E.R., 1164.

johdolle olennaisuuden arvioinnissa ja voisi johtaa kiusaukseen jättää kielteiset asiat julkistamatta tai muotoilla ne paremmin hyväksyttävään (jopa manipulaatiiviseen) muotoon. Tämäkään ratkaisu ei tunnu parhaalta mahdolliselta.

Oikeus saattaisi päätyä samaan lopputulokseen myös toisesta syystä. Tiedon olennaisuus oli ratkaistava suhteessa ajankohtaan, jolloin olennaisuus arvioidaan: On olemassa hetki, jolloin vakuuttaja tekee riskiin liittyviä tutkimuksia ja selvityksiä, ja toisaalta hetki, jolloin vakuuttaja päättää, ottaako hän riskin vai ei. *Tiedon olennaisuus on siis eri hetkinä erilainen.* [Vrt. kappale 5.4.4 olennaisuus ajan funktiona tiedonantovelvollisuuden ajallisen ulottuvuuden yhteydessä.] Ensi vaiheessa selvityksiä tehtäessä joudutaan noudattamaan toista edellä mainituista periaatteista, nimittäin sitä, joka edellyttää sen ratkaisemista, voidaanko yksittäisiä tietoja arvioida itsenäisesti vai onko ne sijoitettava ympäröivien olosuhteiden verkkoon, mikä osoittaisi niiden todellisen merkityksen.

Vastaus tähän kysymykseen tuli esiin toisessa oikeustapauksessa, jossa todettiin, että ”materiality is judged not by the isolated event causing loss but the loss placed in its matrix of circumstances”. *Ying*in ajattelu etenee nyt siihen, että *olennaisuuden arvioimiseksi on edettävä useita vaiheita* pitkin. Arvopaperimarkkinoille sovellettuna yhtiön tiedon olennaisuuden arviointi etenee seuraavasti:

- (i) lähtökohtana pidetään kaikkea sitä tietoa, joka yhtiöllä itsellään on omasta toiminnastaan, ei vain sitä, minkä yhtiö on julkistanut.
- (ii) kerätään mahdollisimman paljon seikkaan liittyvää tietoa, jolloin monet yksittäiset seikat saattavat osoittautua mielenkiintoisiksi.
- (iii) erotellaan jyvät akanoista, olennaiset epäolennaisista seikoista. Jo tässä vaiheessa voidaan havaita, että jotkin tärkeiksi osoittautuvat tiedot saattavat vaatia lisäselvityksiä, jotta niiden merkitys tulisi täysin ymmärrettäväksi.
- (iv) laitetaan tiedot tärkeysjärjestykseen.
- (v) arvioidaan, onko tieto niin olennainen, että se on julkistettava.⁴³¹

Kun yhtiö joutuu tekemään olennaisuusarvioinnin lyhyessä ajassa, ei kaikkia vaiheita ole mahdollista yksilöidä ja kirjata niitä hallinnollisesti, vaan ratkaisu pitää tehdä käytännöllisesti ja kokemukseen nojautuen. *Ying* avaa kuitenkin näkökulmia siihen, miten olennaisuuden kokonaisarviointiin olisi arvopaperimarkkinoilla eri tilanteissa suhtauduttava. Etualalle nousee tiedon kerääminen, järjestäminen, tärkeysjärjestykseen asettaminen ja tiedon muotoilu markkinoita

⁴³¹ Vakuuttaja arvioi tässä vaiheessa, minkä hintaiseksi hän arvioi riskin eli millä hinnalla yhtiö vakuutuksen myy. Pörssi-yhtiö puolestaan joutuu arvioimaan tiedotteen muotoilun aiheuttamia mahdollisia markkinavaikutuksia ja niihin sisältyviä riskejä. [Ks. aiheesta lähemmin oletettu markkinavaikutus johdon tiedottamista ohjaavana tekijänä, luku 6.4.]

varten. Huomio kiinnittyy siihen, että *ennen kuin tiedon olennaisuutta voidaan tarkastella, täytyy tapahtua muuta toimintaa*, tietojen vertaamista, lajittelemista, järjestämistä ja muotoilemista. Tiedon olennaisuusarviointiin ei voi hypätä sellaisenaan. [Ks. lähemmin tiedon edellytys- ja huoltoulottuvuuksia koskevis-
sa kappaleissa 5.1 ja 5.3.]

Yhtiön toiminnan moitittavuutta arvioitaessa joudutaan siis tarkastelemaan välillisiä mekanismeja, joilla yhtiö perustelee asiansa. Joiltakin yrityksiltä voidaan edellyttää enemmän perusteluja, toisilta vähemmän, sen mukaan, kuinka syvälle ne ovat markkinoille tunkeutuneet. Tiedon olennaisuusarviointi yhtiössä on sitä vaikeampaa, mitä nopeammin muuttuvasta toimintaympäristöstä on kysymys.⁴³² Tämä ei kuitenkaan vapauta johtoa vastuusta.⁴³³ Liikkeenjohdon täytyy tuntea toimialan erityisominaisuudet, ja sen on sovittava yhteen markkinoiden nopeatempoisuus ja oman liiketoiminnan luonne.

5.2.6 Tiedon olennainen vaikuttamisominaisuus arvopaperin arvoon

Suomessa päätöksen tai seikan julkistamisvelvoite on liitetty sen olennaiseen vaikutukseen arvopaperin arvoon. Tämä on ongelmallista useista syistä. Julkistettavan päätöksen tai seikan harkinta tapahtuu ennen kuin tiedetään, onko tiedolla arvopaperin arvoon vaikuttavaa ominaisuutta. Lisäksi julkistettavan seikan olennainen syy-yhteys osakkeen arvoon on mahdollista näyttää toteen vasta asian julkitulon jälkeen. Julkistettavan asian ja osakkeen arvon välisen suoran yhteyden toteennäyttäminen on vaikeaa myös siksi, että osakkeen arvoon vaikuttavat monet muutkin seikat kuin yhtiön julkistamat tiedot.⁴³⁴ Osa tiedoista on osattu jo ennakoida ja hinnoitella markkinoilla etukäteen osakkeen hintaan. Yhtiötä seuraava henkilö ei päätöksenteossaan tukeudu vain yhtiön julkistamaan informaatioon, vaan hänellä on käytössään muitakin lähteitä.

Laki ei määrittele olennaisesti vaikuttavaa tietoa. Äkipäätään voisi ajatella,

⁴³² Yhtiöiden analysoitavuus ulkopuolelta sekä johdon kontrollitarve vaihtelevat merkittävästi eri toimialoilla. Eri tyypisissä liiketoiminnoissa olevat yhtiöt voidaan jakaa ominaisuuksiltaan luokkiin sen perusteella, kuinka vaikeaa tai helppoa niiden analysoitavuus ulkopuolelta käsin on. [Ks. lähemmin lukua 6.2.]

⁴³³ Vastuun konkreettisen arvioinnin voidaan katsoa antavan juuri tämän vuoksi erilaisia tuloksia eri yhtiöissä. *Taxellin* 1963, 78, mukaan arviointiin vaikuttaa muun muassa erityisesti yhtiön toiminnan luonne ja laajuus, yhtiön taloudellinen tilanne ja likviditeti, työnjako hallituksen ja toimitusjohtajan ja toisaalta hallituksen jäsenten välillä. Vastuu on ratkaistava kokonaisarvioinnin pohjalta, mikä sisältää kaikki vaihtelevat konkreettiset tekijät.

⁴³⁴ Arvopaperimarkkinoita koskeva korvausoikeudellinen erityispiirre onkin, että syy-yhteyden selvittäminen voi tuottaa tavanomaisiin korvaustilanteisiin verrattuna äärimmäisen hankalia ongelmia, *Rudanko* 1998, 265. Vahingonkorvausoikeuden erityisongelmista arvopaperimarkkinoiden ympäristössä, esim. *Rudanko* 1992, 215 ss.

että ollakseen olennainen tiedolla pitäisi olla yhteys arvopaperin kurssimuutokseen. Kuitenkin jos tiedon olennaisuusarviointi sidottaisiin osakkeen kurssiin, se merkitsisi, että johdon olisi kyettävä arvioimaan kurssimuutos ja tehtävä se aina etukäteen. Kirjallisuus on kuitenkin varsin yksimielinen siinä, että tiedon arvon arvioivat markkinat eikä yhtiön johto. Lain esitöissä todetaan, että ”säännös ei edellytä, että seikka tosiasiallisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon, vaan riittää, että se objektiivisesti arvioiden on sellainen, että sen julkistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta. Säännöksessä ehdotetaan käytettäväksi ilmausta ’arvo’ ilmauksen arvopaperin ’hinta’ sijasta, koska osakemarkkinoiden tilanne saattaa poikkeuksellisesti olla sellainen, ettei tieto ehkä välittömästi vaikuta osakkeen hintaan, mutta sen hyväksikäyttöä on silti pidettävä moitittavana. Arvopaperin kurssi saattaa esimerkiksi yleisen kurssitason korkeuden takia olla sellainen, ettei tietyllä luottamuksellisella tiedolla ole välitöntä vaikutusta kurssiin, mutta se voi pitemmällä aikavälillä nostaa osakkeen arvoa suhteessa muihin osakkeisiin”.⁴³⁵

Lain sanonta ”ovat omiaan – – vaikuttamaan” merkitsee siis sitä, että vaikka tiedolla näyttäisi olevan vaikuttamisominaisuus, vaikutuksen toteutuminen ei ole välttämätöntä.⁴³⁶ Sanamuoto pitää sisällään epävarmuustekijän.⁴³⁷ Tärkeää ei ole se, vaikuttaako tieto tosiasiallisesti; vaikuttaminen on markkinoiden arvioitava asia.

Tilannetta voi verrata samantyyppiseen ongelmaan koskien liikennesääntöjä. Liikenneturvallisuutta ei voitaisi ylläpitää, jos rangaistus seuraisi ainoastaan sellaisesta liikennekäyttäytymisestä, joka on aiheuttanut onnettomuuden. Liikennerikoksille vaarantamisaajattelu on tyypillistä siinä muodossa, että rangaistavuuden edellytyksenä on pelkkä abstraktinen vaara. Tämä on ilmaistu tunnusmerkistössä sanonnalla ”on omiaan aiheuttamaan vaaraa”. Rangaistuksen tuomitseminen ei edellytä, että yksittäistapauksessa olisi aiheutettu vaaratilanne.⁴³⁸

Jos ajatus olennaisuudesta sidottaisiin aina faktiseen arvonmuutokseen, se johtaisi siihen, että johto joutuisi spekuloidaan, mikä vaikuttaa ja mikä ei. Vaikka

⁴³⁵ KM 1987:44, 339. Lain esitöiden kohdassa asia on esitetty luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kiellon kohdalla. Siksi huomautetaan myös, että olennaisuuskriteerillä halutaan ilmaista se, ettei mikä tahansa marginaalinen vaikutus osakkeen arvoon ole riittävä edellytys kiellon soveltamiselle.

⁴³⁶ *Heinonen – Koskinen*, 129, mukaan ”on omiaan” ei viittaa konkreettiseen tilanteeseen kaikkine yksityiskohtineen, vaan siinä tilanne ikään kuin abstrahoidaan yksittäistapauksellisista piirteistään, se yleistetään eräänlaiseksi tyyppitilanteeksi. Esimerkiksi autoilijan ajo risteykseen ylinopeudella ja muutenkin liikenteen turvamääräyksiä karkeasti rikkoen on *tyypillisesti* vaarallista – siitä riippumatta, sattuiiko risteykseen olemaan tulossa muuta liikennettä.

⁴³⁷ Arvopaperimarkkinatoimikunta katsoi, ettei listalleottodirektiivin ilmaisua *voi aiheuttaa* ja AML:n ilmaisua *ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan* välillä ole eroa. Molempiin sisältyy epävarmuustekijä. KM 1991: 48, 143.

⁴³⁸ *Lappi-Seppälä – Nuutila*, 829, 839.

tiedolla sinänsä olisikin vaikuttamisominaisuus, sen vaikutusta osakkeen arvoon voivat heikentää myös muut seikat, esimerkiksi osakkeen vähäinen vaihtoisuus,⁴³⁹ omistuksen sementoituminen tai aiemmin tapahtunut jyrkkä kurssinousu.⁴⁴⁰

Johdon tehtävänä ei siis siten ole pohtia, vaikuttaako tieto arvoon, vaan arvioida tiedon ominaislaadua verrattuna yhtiön aiemmin julkistamaan tietoon. Pääperiaatteena on, että johdon ensisijainen tehtävä on viedä liiketoimintaa eteenpäin, ei murehtia osakkeen arvoa. Tiedon vaikutuksen arviointiongelmia on myös siinä, että kyseessä ei aina ole tieto sinällään, vaan myös tiedon sisältämä piiloarvo ja piilomerkitykset.⁴⁴¹ [Tiedon itseisarvon puhdistamisen vaikeudesta kappale 6.5.]

Tiedon olennaisuuden sitominen osakkeen arvon muutokseen saa aikaan muitakin ongelmia. *Bergo* varoittaa, että käytännössä on vaarana, että jälkikäteen kurssikehitys voi vaikuttaa oikeudelliseen arviointiin enemmän tai vähemmän tietoisesti. Jälkikäteen on aina helpompi nähdä, milloin tieto oli ollut jo aiemmin olennainen kurssiin vaikuttava tieto.⁴⁴²

Norjassa tapahtunut Vital-tapaus vuodelta 1996 selittää tällaiseen arviointiin liittyviä vaaroja. Markkinatilanne ja tiedon luonne voivat muuttua ajan kuluessa. Vitalin osakkeen kurssi nousi merkittävästi sen jälkeen kun hollantilaisen vakuutusyhtiö Aegonin ostotarjous Vitalista oli julkistettu. Mahdollisesta tarjouksesta oli neuvoteltu vuoden 1995 alkupuolelta alkaen ja markkinoille oli tihkunut tietoja siitä lähtien. Lopullinen tieto julkistettiin kuitenkin vasta kun ostotarjouksen tekijän, Aegonin hallitus oli käsitellyt asian loppuun. Pörssin kurinpitolautakunnan (Børsklagenemnda) mukaan Vital syyllistyi tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen.⁴⁴³

Vital lähti puolustuksessaan siitä, että Aegonin tarjous oli epävarma siihen asti, kunnes hallitus ja johto olivat faktisesti ostotarjouksen vas-

⁴³⁹ Jos yhtiön osakkeella käytävä kauppa on niin vähäistä, että hintataso ei muodostu tehokkaasti, ei *Samuelssonin*, 333, mukaan ole myöskään korvausperustetta, koska ei voida osoittaa vahinkoa. Tämä ei tarkoita sitä, etteikö tiedon julkistamatta jättämisellä olisi rikottu lakia.

⁴⁴⁰ On ilmeistä, että jälkikäteen kyetään ottamaan kantaa todella poikkeuksellisiin arvonmuutoksiinkin melko karkealla arviolla. Jos osakkeen kurssin sanotaan nousseen tiedon vaikutuksesta 5,3 %, ei a.o. lukua kuitenkaan voitane käyttää esim. vahinkoa arvioitaessa täsmällisenä lukuna, vaan ainoastaan summittaisena likiarvona muiden vaikuttavien tekijöiden vuoksi.

⁴⁴¹ Jos saman tiedon esim. julkistaa pääjohtaja tai talousjohtaja, vaikutus osakkeen arvoon voi olla erilainen riippuen julkistajan asemasta ja sen sisältämästä signaaliarvosta. Tiedolla voi olla myös liittymäarvo: Jos maineikas johtaja nimitetään toimitusjohtajaksi yhtiöön, jolla menee huonosti, voi hyvän johtajan nimitys olla kurssia nostava tieto. Jos yhtiöllä menee hyvin, ei hyvänkään johtajan nimitys lisää yhtiön arvoa ellei katsota, että yhtiön markkina-asema voisi vielä entisestäänkin parantua.

⁴⁴² *Bergo*, 151.

⁴⁴³ *Bergo*, 155. Itse asetun pörssin kannalle, mutta ei niinkään tiedon julkistamisajankohdan perusteella, vaan jo sillä perusteella, että markkinahuhuja pitää tietyissä tilanteissa kommentoida [ks. huhua koskeva kappale 5.3.3]. Tapauksesta tarkemmin *Bergo*, 163–167.

taanottaneet. Siihen asti yhtiön oli ollut mahdotonta tietoa julkistaa. Børsklagenemnda lähti puolestaan siitä, että tieto olisi pitänyt julkistaa silloin, kun realistinen mahdollisuus tarjouksen tulemiseen oli selvästi olemassa.

Oslo'n pörssin kurinpitolautakunnan eräässä aiemmassa tapauksessa ottaman kannan mukaan ”– informasjonsplikt må foreligge hvis det er en rimelig mulighet for at opplysningene vil kunne få virkning for kursen –” Myöhemmin on kannanottoja ohjannut juuri näkemys siitä, mitä *rimelig mulighet*, kohtuullinen mahdollisuus, itse asiassa tarkoittaa. Sen on ymmärretty tarkoittavan myös realistista mahdollisuutta⁴⁴⁴. Tämä ei kuitenkaan *Bergon* mukaan voi merkitä edes 50 prosentin todennäköisyyttä ei-vähäpätöiseen kurssimuutokseen. Realistisen mahdollisuuden vaatimus merkitsee siten, että tiedottaa ei tarvitsisi asioista, joissa ei-vähäpätöinen kurssimuutos on mahdollinen, mutta ei erityisen todennäköinen.⁴⁴⁵

Julkistamisedellytyksen tarkastelu vain em. käsitteiden (mahdollinen, realistinen, todennäköinen) sisältöä selvittämällä ei kuitenkaan tuo tilanneanalyysiin mitään uutta. Se voi päinvastoin ohjata kiinnittämään huomiota tilanteen sisäisiin seikkoihin, jotka juuri eriyttävät tilanteen kokonaisuudesta. Tällöin ei kiinnitetä huomiota enää siihen, missä suhteessa tieto (ulkoisesti) on muihin yhtiön aiemmin julkistamiin tietoihin ja tiedonantovelvollisuuden tarkoitukseen.

Jättääkö johto sitten noudattamatta lakia, jos se ei ajattele osakkeen arvoa? Joku saattaa ajatella, että ainoa peruste jättää tiedottamatta on, että seikka ei vaikuta osakkeen arvoon. Kärjistettynä: Voiko johto siis jättää osakkeen arvon huomiotta tiedonjulkistusharkinnassaan?

Yhtiön johtaminen ja omistus toimivat julkisissa yhtiöissä yleensä erillään, jotta sijoittajat voisivat tehdä itsenäisiä päätöksiä johdon kyvystä toimia ja tuottaa arvoa yhtiölle.⁴⁴⁶ Kun johto tekee erilaisia liiketoimia ja tiedottaa niistä, se toimii aina harkinnassaan subjektiivisesti, vaikkakin yhtiön etua ajatellen. Sillä ei voi olla em. tavalla käsitystä siitä, mikä on yhtiön osakkeen todellinen arvo markkinoilla, koska yhtiön arvottavat toiset henkilöt omien kriteeriensä ja kansantaloudellisten tekijöiden mukaan.

Oma tarkastelukulmansa aukeaa itse lain tekstistä. Jos virke ”– toimitettava – – tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimin-

⁴⁴⁴ Norjassa on siten keskustelussa käytetty kahta vaatimusta sille, milloin tieto on julkistettava: ”Det må altså foreligge en viss ’minstesannsynlighet’ for en viss ’kurseffekt’ – et krav til (i) en ’realistisk’ eller ’rimelig mulighet’ for at det vil inntre (ii) en ikke uvesentlig kursendring.” *Bergo*, 149.

⁴⁴⁵ ”Kravet til ’realistisk mulighet’ betyr imidlertid at man kan se bort fra tilfeller hvor det for så vidt er mulig, men ikke særlig sannsynlig at det vil inntre ikke-uvesentlige kursendringer. Hvor grensen går, er det ikke lett å si noe om, også dette blir et utpreget skjønnsspørsmål for de avgjørende organer.” *Bergo*, 152.

⁴⁴⁶ *Posner*, 409–411.

taa koskevat seikat –”, päätettäisiinkin tähän ennen loppulausetta (”jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon”) eikä tiedon olennaisuutta siten tarvitsisi miettiä, mitä tapahtuisi? Markkinoille tulvisi niin paljon ja laadullisesti niin erilaista tietoa, ettei sitä voisi käsitellä. Tietoa on siis jotenkin pakko rajata.

Jos loppulause olisi puolestaan muotoiltu ”– jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun *liiketoiminnan* arvoon –”, olisi ratkaisu arvon arvioinnista siirtynyt johdolle ja tilintarkastajille. Mutta ilmaistaessa vaikutuksen kohde arvopaperin arvolla, *vastuu arvioinnista siirretään muille*, niille, jotka tiedon julkistamisen jälkeen käyvät kauppaa arvopaperilla ja siten kollektiivisesti ja anonymisti arvioivat arvon.⁴⁴⁷

Johto kantaa riskin siitä, että se jättää julkistamatta sellaisen tiedon, jonka se uskoo vaikuttavan osakkeen arvoon vain vähän. Jos käykin toisin, johto on syyllistynyt arvopaperimarkkinarikkomukseen tai -rikokseen. Tiedon vaikutusmahdollisuus arvopaperin arvoon on olemassa, kun tieto julkistetaan, ja sen vuoksi *ainoaksi puolustettavaksi harkintavälineeksi jää tiedon vertailu niihin tietoihin, joita yhtiö on aiemmin toiminnastaan julkistanut*.

– – Omistajalla voi olla muitakin pyrkimyksiä kuin pelkästään osakkeen hinnan nostaminen. Esimerkiksi valtiolle sen omistaman yrityksen osakkeen hinta ei välttämättä ole sama asia kuin sen arvo. Tästä syystä valtionyhtiöiden osakekurssit ovat usein alhaisempia kuin muiden vastaavien yhtiöiden kurssit. – – Toisaalta juuri tästä syystä johtuen valtionyhtiöiden osakekurssit eivät myöskään yleensä heittelehti kuin hourehtaisen kuumekäyrä. – – Jokainen osakkeenomistaja toimii etunsa ja tahtonsa mukaan. Valtion etu on kuunnella myös kansalaistensa tahtoa.⁴⁴⁸

Arvopaperin arvoon vaikuttavista tiedoista puhuessaan lain esityöt korostavat mahdollisimman laajaa markkinainformaatiota ja mahdollisimman laajaa julkisuutta. Olennaisimpana osakkeen arvoon vaikuttavana seikkana on yleensä pidetty liiketoiminnan tulosta ja kaikkea sellaista tietoa, joka koskee yrityksen tuloksentekokykyä ja siten kykyä maksaa omistajilleen osinkoa.⁴⁴⁹

Olennaisiksi tiedoiksi voidaan määrittää myös ne asiat, jotka lain esitöissä määritellään *luottamuksellisiksi*. Tällaisia seikkoja ovat muun muassa yhtiön tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen sisältö ennen niiden julkistamista, merkitävät yhtiön toimintaan vaikuttavat päätökset ja tapahtumat kuten osakeannit,

⁴⁴⁷ Vrt. KM 1991: 48, 146, jonka mukaan tarkoituksenmukaiseksi ei ole myöskään katsottu asettaa yhtiön johdon tehtäväksi arvioida yhtiön osakkeen hinnan kehitystä. Arvopaperimarkkinoilla toimivat arvioivat arvopaperin hinnan kehitystä nimenomaan yhtiön johdon julkistamien tietojen perusteella.

⁴⁴⁸ Helsingin Sanomat 26.4.2002: *Tyylikkäästi suu kiinni*.

⁴⁴⁹ Vrt. *Toiviainen* 2002, 150, jonka mukaan osakeyhtiön oikeudellisenä tarkoituksena ei lain mukaan ole eikä saa olla yhtiön osakkeiden arvon kasvattaminen.

suuret investoinnit, tehdyt keksinnöt sekä yrityskaupat ja sulautuminen toiseen yhtiöön sekä sulautuvan että vastaanottavan yhtiön osalta. Myös julkistamaton tieto yhtiön taloudellisista vaikeuksista tai päätöksestä hakea yhtiön asettamista selvitystilaan tai konkurssiin on säännöksessä mainittua luottamuksellista yritystietoa. Esitöiden mukaan arvopaperimarkkinoiden kannalta tärkeän ryhmän luottamuksellista yritystietoa muodostavat päätökset osakkeiden julkisen lunastustarjouksen esittämisestä.⁴⁵⁰

Luottamuksellinen tieto on säännöksen mukaan liikkeeseenlaskijaa koskevaa tietoa. Tällaista tietoa ei siten yleensä ole tieto yhtiön toimintaympäristöstä, esimerkiksi yleiseen taloudelliseen kehitykseen, arvopaperimarkkinoihin tai yhtiön toimialaan liittyvistä seikoista. Luottamuksellista yritystietoa voi sen sijaan olla ao. yritystä erityisesti koskeva julkistamaton seikka yhtiön ulkopuolella, esimerkiksi tieto sen tärkeän liikekumppanin taloudellisista vaikeuksista. Tällöin luottamuksellisena yritystietona on pidettävä nimenomaan sanotun ulkopuolisen yrityksen suhteen vaikutusta julkisesti noteeratun yhtiön liikkeeseen laskeman osakkeen arvoon.⁴⁵¹

Olennaisuusulottuvuus pyrkii syventämään nykyistä käsitystä jakamalla olennaisuuden perustuvaksi systeemi- ja laatu-arviointiin, jolloin jälkimmäisessä astuu esille myös johdon oma näkemys ja lojaliteetti. Tiedon olennaisuutta on tarkasteltava yhtiökohtaisesti, ja se on eri hetkinä erilainen. Olennaisuusarvioinnissa voidaan edetä useita vaiheita pitkin varmuuden saamiseksi. Arviointi on purettu osiinsa: Tärkeää ovat paitsi tiedon olennaisuuden erilaiset kriteerit, myös arvioimiseen liittyvä toiminta, sen järjestäminen ja vaiheet, yleensä olennaisuuden arvioimiseksi tehtävä työ. Vaikka olennaisuuden arviointi on yhtiö- ja tilannekohtaista, voi jokainen yhtiö kuitenkin käydä läpi olennaisuuden arvioinnin vaiheet ja sen pohjalta järjestää toimintaansa. Vaikka tiedon olennaisuuden määrittelyissä on pyritty yleispäteviin kriteereihin, on tiedon olennaisuuden arviointi aina riippuvainen myös henkilöstä, joka arviointeja tekee, hänen arviointikyvystään ja omista arvostuksistaan. Sen arvioinnin, onko tiedolla olennainen vaikuttamisominaisuus arvopaperin arvoon, ei nähdä olevan johdon, vaan markkinoiden tehtävä. Johdon tehtävä on julkistaa tiedot silloin, kun ne ovat olennaiset suhteessa yhtiön liiketoimintaan ja aiemmin julkistettuihin tietoihin, eikä spekuloida arvopaperin arvolla. Olennaisuus-

⁴⁵⁰ KM 1987:44, 337–338.

⁴⁵¹ HE 157/1988, 46. – Pörssi edellytti kaikilta listayhtiöiltä kannanottoa siitä, millä tavalla ne olivat valmistautuneet vuosituhannen vaihtumiseen ja siihen, aiheuttaako tämä mahdollisesti ylimääräisiä kustannuksia, vaikka asia sinänsä oli kaikkien tiedossa. – *Kurenmaan*, 118, mukaan sellaiset sinänsä julkisiin tietoihin perustuvat tilastotiedot, kuten tullihallituksen kauppatasetilatot ja työllisyyden kehitystä koskevat tilastotiedot samoin kuin eräät muutkin niin sanotut herkäät tilastot ovat sisäpiirintietoa, jos ne on tarkoitettu julkaistavaksi ja niillä julkistettuna on säännöksessä tarkoitettu vaikutus.

arvioinnin taustalla on johdon näkemys omasta tehtävästään ja toisaalta sijoittajaomistajien osoittama luottamus. Luottamusasema ilmenee myöhemmin tarkasteltavana lojaliteettina, jonka yksi ilmaus tiedonantovelvollisuus on.

5.3 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN HUOLTOULOTTUVUUS

Huoltoulottuvuudella tarkoitan (i) julkistettujen tietojen täydentämistä, kommentointia, uudelleen tärkeysjärjestykseen asettamista, (ii) muun markkinoilla olevan, yhtiötä ja sen toimintaympäristöä koskevan tiedon keräämistä ja analysointia sekä (iii) näiden pohjalta tapahtuvaa tiedon tuotantoa ja toiminnan suunnittelua. Huolto on myös (iv) yhtiön vuorovaikutussuhteen arviointia ja kehittämistä muihin markkinaosapuoliin. Se ei ole tiedonantovelvollisuuden tavallisesti tarkoittamaa uuden tiedon julkistamista, mutta se kuuluu tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksiin sen vuoksi, että arvopaperimarkkinallain tavoitteet voitaisiin saavuttaa.

Tällaisella toiminnalla yhtiö huoltaa muiden markkinaosapuolten yhtiön toiminnasta tekemiä johtopäätöksiä ja toisaalta turvaa toimintansa moitteettomuutta. Myös noudattaessaan vain lain minimivaatimuksia, yhtiö voi huoltoulottuvuuden täyttämällä saavuttaa oheishyötyjä: se kykenee antamaan laadullisesti parempaa, vaikkakin niukkoja tietoja. Sopeuttaessaan informaatioitaan ympäristöön ja reagoidessaan markkinoilla tapahtuvaan tiedontulkintaan yhtiö tulee samalla ottaneeksi huomioon markkinan yleiset tavoitteet ja toimintaedellytykset. Näin yhtiö tukee myös muiden yhtiöiden vastaavan suuntaista tiedotustoimintaa, kun tiedonantovelvollisuuden markkinastandardi kehittyy. *Markkinan kokonaistavoitteen kannalta on tiedon julkistamistapa olennaista.*⁴⁵²

Tiedon julkistamistapa on olennaista siksi, että arvopaperimarkkinoilla tiedon luotettavuuden takuuna voi olla vain yhtiön oma toiminta, mutta ei yhtiön minkäläinen tahansa tulkinta siitä. Kun yhtiö sitoutuu noudattamaan pörssin sääntöjä⁴⁵³, voivat muut osapuolet perustellusti luottaa siihen, että yhtiö käyttää tiedonjulkistuksessaan hyväksytyjä tiedonjulkistuksen kriteerejä ja täyttää myös julkistuksen menetelmälliset ehdot. Kummatkaan eivät siis ole vain subjektiivisia ja miten tahansa sovellettavissa.

⁴⁵² Jolls – Sunstein – Thaler, 1534, katsovat tutkimustulostensa osoittavan, että ”the way firms decide to describe and display information – – will have a powerful influence on the choices of those who receive the information”.

⁴⁵³ Markkinapaikan ja markkinaosapuolten välisestä suhteesta, Astola, 228–230.

Arvopaperikaupan tiedonjulkistusjärjestelmä on syntynyt aikanaan yhtiöiden yhteisestä itsesääntelyllisestä tahdosta,⁴⁵⁴ jolle yhteiskunta on luonut lainsäädännölliset puitteet ja niitä koskevan suojan. Pörssi-yhtiö tai sellaiseksi aikova on sitoutunut noudattamaan pörssin sääntöjä ja ohjeita.⁴⁵⁵ Huolto kiinnittää huomiota kokonaisuuteen, mikä lisää markkinoiden luotettavuutta ja vähentää manipuloimismahdollisuuksia. Jos jossain vastuukysymystilanteessa kuitenkin jouduttaisiin asettamaan vastakkain esimerkiksi yksittäisen tiedon olennaisuus ja yhtiötä kohtaan jatkuvan huoltotoiminnan kautta syntynyt luottamus, on vastaus selvä: Pitkällä aikavälillä hankittu hyvä maine ja luottamus voivat tasoittaa ja kohtuullistaa tapahtunutta rikettä. Arvopaperimarkkinoilla saavutetulla luottamuksella on merkitystä, koska luottamus kohdistuu ennen kaikkea järjestelmään. Jos tämä näkemys hyväksytään, se avaa näköaloja useaan suuntaan. *Yksittäisten hetkellisten rikkeiden sijasta tulisi kiinnittää enemmän huomiota yhtiöiden kokonaistoiminnan arviointiin.*

KKO 1993:41. Auton kuljettaja A oli 100 kilometrin tuntinopeusrajoitusalueella laiminlyönyt noudattaa olosuhteiden edellyttämää huolellisuutta ja laiminlyönyt seurata edessään ollutta muuta liikennettä. A:n kuljettama auto oli törmännyt hänen edessään samaan suuntaan ajaneen, suunta-merkkiä vasemmalle näyttäneen ja asianmukaisesti ryhmittyneen henkilöauton perään. Peräänajo oli tapahtunut hyvissä olosuhteissa ja hyvän näkyvyyden vallitessa. A oli kertonut ajon aikana keskustelleensa autossa matkustajina olleiden henkilöiden kanssa.

A oli ennen törmäystä ajanut useita kilometrejä sallittua 100 kilometrin tuntinopeutta eikä mikään ollut viitannut siihen, ettei hän tuolloin olisi noudattanut liikennesääntöjä sekä olosuhteiden edellyttämää huolellisuutta ja varovaisuutta vaaran ja vahingon välttämiseksi. Siten ei ollut perusteltua päätellä, että kysymys olisi ollut muusta kuin hetkellisestä laiminlyönnistä seurata muuta liikennettä. Laiminlyönti ei osoittanut A:n suhtautuneen hyväksyvästi tai välinpitämättömästi vakavan vaaran mahdollisuuteen toisen hengelle tai terveydelle niin, että hänen olisi

⁴⁵⁴ Alunperin yhtiöt hankkivat itse hyvämaineisilta tilintarkastajilta lausunnot vakuuttaakseen taloudellisen informaationsa oikeellisuuden ja saadakseen niiden avulla varoja toimintansa laajentamiseen. Vasta myöhemmin ja säädelläkseen tilintarkastajien toimintaa yhteiskunta loi puitteet ja yhteisesti noudatettavat menettelytavat.

⁴⁵⁵ Pörssi-yhtiöksi aika- ja rinnastetaan pörssi-yhtiöön, kunnes pörssin hallitus on päättänyt listalle ottamisesta tai yhtiön aikomus on peruutettu samalla tavalla kuin se julkistettiin. Jos pörssin sääntöjen noudattaminen johtaisi siihen, että yhtiö, jonka liikkeeseen laskema osakkeeseen oikeuttava arvopaperi on otettu pörssilistalle Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa tai muussa valtiossa, joutuisi toimimaan kotipörssin sääntöjen vastaisesti, pörssin hallitus voi yksittäistapauksessa erityisestä syystä antaa luvan poiketa pörssin sääntöjen määräyksistä. Määräyksistä poikkeaminen ei kuitenkaan saa olennaisesti haitata Suomen arvopaperimarkkinoita. Yhtiön on tällaisessa tapauksessa sitouduttava noudattamaan kotipörssinsä määräysten mukaisia periaatteita myös Suomessa sekä julkistettava pörssin hallituksen lupa.

voitu katsoa rikkoneen liikennesääntöjä tahallaan tai piittaamattomuudesta. KKO:n mukaan A ei näin ollen ollut syyllistynyt törkeään liikenteen vaarantamiseen, vaan liikenteen vaarantamiseen.

Rikoksen törkeyden ratkaiseminen ei riippunut teolla aiheutetusta seurauksesta, vaan tapahtuman kehittymisestä ja liikenteeseen osallistumisen tavasta pidemmältä ajalta. Sama ajatus voi olla analogisesti sovellettavissa myös arvopaperimarkkinoilla. Tällöin se tarkoittaisi sitä, että yhtiö, joka on toiminut markkinoilla ajallisesti pitkään ja huoltoveloitetta osoittaen, voisi arvopaperirikkomukseen syyllistyttyään saada lievennystä aiheutetun vastuun määrää arvioitaessa.

Yhtiön pitkäaikainen, laadukas tiedotustoiminta voisi esimerkiksi osoittaa, että sijoittajien tiedontarvetta on muutoin pidetty etusijalla, ja siihen nähden yksi yksittäinen rikkomus voi kokonaisuutta silmälläpitäen olla vähäinen, vaikkakin moitittava. Vastaavasti yhtiö, jonka tiedottaminen on jatkuvasti herättänyt epäilyksiä, voisi pitkään jatkuessaan (esimerkiksi pörssin kurinpitomenettelyssä kolmannen huomautuksen yhteydessä) saada sanktion yhdestäkin yksittäisestä moitittavasta teosta tai tekemättä jättämisestä, jota yksinään voitaisiin pitää oikeudellisesti vähämerkityksellisenä.

Tiedonantovelvollisuuden yksi peruskysymys on, koostuuko yhtiöntieto vailla merkitysyhteyksiä olevista yksittäisistä tiedoista vai yhtiöntiedon kokonaisuudesta. Jos hyväksytään, että yhtiön tiedonantovelvollisuus merkitsee myös kokonaisuuden ja kehityksen kuvaamisen velvollisuutta yhtä paljon kuin yksittäisiä seikkoja, ei yhden tiedon olennaisuusarviointi ole enää ainoa edellytys tiedon ymmärtämiselle ja sen oikealle julkistamiselle. *Kokonaisuuden julkistamiselle syntyy de lege ferenda velvollisuus ilman aiemmin olennaisiksi arvioituja tietoja.*

Esimerkiksi yhtiön vuoden mittaan toteuttamien lukuisten pienehköjen yritysostojen goodwill-poistot voivat yhteenlaskettuna saada aikaan tuloksen olennaisen heikkenemisen, vaikka yritysostot yksittäin arvioituna eivät olisi olennaisia.

Hyvin hoidetussa yhtiössä yksittäinen tieto on osa *mosaiikkimaisesti* muotoutuvaa strategiaa, joka kuvastaa johdon näkemystä liiketoiminnasta.⁴⁵⁶ Siksi yksittäisen tiedon julkistamisen yhteydessä tulisi tarkastella aina myös sen yhteyttä liiketoiminnan kokonaisuuteen. Nyt tulkinta on käytännössä jätetty sijoittajalle

⁴⁵⁶ Vrt. Kurenmaa, 119, joka tarkoittaa mosaiikkiteorialla tilannetta, jossa analyytikko kerää tietoja monista julkisista lähteistä ja saa siten aikaan kokonaisuuden, joka julkistettuna voisi olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Vaikka tämän uuden kokonaisuuden aikaansaama tieto muistuttaa sisäpiirintietoa, ei sitä välttämättä ainakaan kaikissa maissa sellaisena pidetä.

ja yksittäiset tiedot kootaan tiettyyn kokonaisuuteen ainoastaan analyytikoille tarkoitetuissa tilaisuuksissa, mikä johtaa sijoittajat epäarvoiseen asemaan.

Yhdysvalloissa SEC:n lokakuussa 2000 käyttöön ottama Regulation FD (Fair Disclosure) oli vastaus koettuun epäarvoisuuteen kun yhtiöt paljastivat olennaisia yhtiöntietoja analyytikoille, institutionaalisille sijoittajille ja muille markkinaosapuolille. FD:n peruslähtökohta on, että jos liikkeeseenlaskija tai sen edustaja paljastaa ei-julkisia tietoja valikoiduille henkilöille, sen tulee julkistaa ne kaikille. Julkistamisajankohta riippuu puolestaan siitä, oliko selektiivinen paljastus tarkoituksellista vai ei. Tarkoituksellisen julkistamisen täytyy tapahtua samanaikaisesti sekä selektiiviselle kohderyhmälle että yleisölle, ja ei-tarkoituksellisen viipymättä tahattoman julkistuksen tapahduttua (mutta ehdottomasti 24 tunnin sisällä ja ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua).

Reg FD:n käyttöönottoon oli *Steinbergin* mukaan useita syitä: Ensinnäkin uskottiin, että ilman velvoitetta sijoittajat eivät ole tiedonsaannin osalta samalla viivalla ja osa sijoittajista saattaa menettää luottamuksensa markkinan toimintaan. Toiseksi selektiivinen julkistus saattaa läheisesti muistuttaa sisäpiirivihjettä. Kolmanneksi markkinaluottamus voi vaarantua jos yhtiöt pitävät selektiivistä tiedonjulkistusta keinona myönteisten analyysien aikaansaamiseksi ja lopuksi erityisesti viestintätekniikan kehittyminen ei enää ollut este oikea-aikaiselle tiedonjulkistukselle.⁴⁵⁷

Jos sijoittajien samanarvoisuutta pidetään tavoiteltavana, se edellyttää sijoittajien tietojen pitämistä ajantasalla, *tietohuoltoa*. Tietohuolto on yhtiön sijoittajakunnan (siis myös muiden kuin omien osakkeenomistajien) aktiivista monitorointia, tiedonkäsitysten tutkimista ja sen seuraamista, onko yhtiön julkistamat tiedot ymmärretty yhtiön tarkoittamalla tavalla ja missä suhteessa markkinoilla esiintyy väärinkäsityksiä yhtiön toiminnasta. Yhtiö ei tietohuollon ulottuvuudessa eristäydy markkinoista, vaan niveltää oman toimintansa osaksi niitä. Mikäli yhtiö monitoroinnin yhteydessä havaitsee puutteita tai kuiluja yhtiön ja markkinoiden välisessä viestinnässä, se voi korjata omaa toimintaansa markkinoiden käsityksen muuttamiseksi oikeaan suuntaan. Vähintä, mitä yhtiöltä voidaan edellyttää on, että se korjaa seuraavassa osavuositarkastuksessa tiedot yhtiön todellista toimintaa vastaavaksi. Olennaista on, että yhtiö voi osoittaa seuraavansa markkinoita asianmukaisella tavalla.

Tietohuolto ei siten ole vain vanhojen tietojen päivittämistä, niiden merkityksen uudelleen asemoimista ja taustoittamista, vaan aktiivista ja vuorovaikutteisuuteen perustuvaa tiedontuotantoa.

Julkistettuun seikkaan myöhemmin annetut *perustelut saattavat joskus olla paljon olennaisempia kuin alkuperäinen seikka itse* juuri perustelujen ymmärrettävyyttä lisäävän ominaisuuden vuoksi. Tällöin kokonaisuus voi tulla näky-

⁴⁵⁷ *Steinberg* 2001b, 288–289.

ville ja saada merkityksensä vasta myöhemmin. Julkistettu seikka on odottamassa merkitystä välitilassa, kunnes sen koko merkitys avautuu. Tiedotusta-pahtumien väliaikoina yhtiö työstää tietojen perusteluaineistoa, joka usein ja-lostuu seikan julkistuksen jälkeen tiedon kasvaessa ja eläessä yhtiön prosessissa. Olennaisten asioiden taustojen tulisi olla muiden saatavilla, vaikka niitä ei erikseen julkistettaisikaan.⁴⁵⁸ Harkittaessa, onko tieto ollut saatavilla, on kiinnitettävä huomiota lain tarkoitukseen saattaa markkinoilla toimivat tiedot saatavuuden suhteen tasa-arvoiseen asemaan.⁴⁵⁹ Kun yhtiö pitää tietojen taustoja ja perusteluja sijoittajien saatavilla, analyytikoiden ohjaava rooli saattaa vähetä, mutta yhtiön asiat tulevat laajemman tarkastelijajoukon piiriin. Tällä voi olla edullinen vaikutus markkinaluottamukseen [ks. markkinaluottamuksesta tarkemmin lukuja 4.1 ja 4.5.2].

Tietohuolto on tärkeää paitsi suurille myös pienille yhtiöille, mutta eri syistä. Suurilla yhtiöillä on tarve pitää sanoma yksinkertaisena ja selkeänä sekä koota pirstaleiset tiedot. Pienillä yhtiöillä on tarve pitää yllä kiinnostusta yhtiöön, koska analyytikon ei yleensä edes kannata analysoida tällaista yhtiötä vähäisen vaihdon ja siitä saatavien pienten välityspalkkioiden vuoksi. Tietohuolto on tärkeää pienille yhtiöille myös siksi, että sijoituspäätöksen tekee usein sijoittaja yksin ilman neuvontaa tai välikäsiä. Tietohuollolla yhtiö ottaa osan sijoittajan analysointitehtävästä itselleen.

Huoltoulottuvuuden vuoksi tiedonantovelvollisuus ei siten pääty tiedonjulkistamiseen, vaan jatkuu prosessinomaisesti pysähtymättä. Jatkuvan tietohuollon tarkoitus on ehkäistä ennalta mahdollisia väärinkäsityksiä ja kollisiotilanteita yhtiön, sijoittajien ja markkinoiden välillä. Yhtiölle saattaa tämän vuoksi tulla tilanteita, joiden yhteydessä se olisi voinut toimia toisin.

Fiktiivinen esimerkki: Lappeenrantaan matkalla olleeseen pienkoneeseen tuli toimintahäiriö. Lentäjä oli tehnyt kaikkensa, jotta vahingot olisivat pakkolaskussa mahdollisimman pieniä. Tästä häntä ei voitaisikaan moittia. Sen sijaan koska hän ei ollut saanut koulutusta lentämiseen 8-paikkaisella matkustajakoneella, moite voitiin kohdistaa toiminnan aikaisempaan vaiheeseen, siihen, että hän ylipäänsä lähti lentämään koneetypillä, johon hänellä ei ollut ollut kelpuutusta.⁴⁶⁰

Samoin arvopaperimarkkinoilla voidaan moite kohdistaa siihen, oliko yhtiöllä tarvittavat järjestelmät omaan tiedonhallintaansa ja markkinoiden seurantaan,

⁴⁵⁸ Huhtamäki 1993, 74–75, on kiinnittänyt huomiota siihen, että koska AML 2:2§:ssä tarkoitettu tiedonantovelvollisuus on luonteeltaan positiivista (eli liikkeeseenlaskijalla on omasta aloitteestaan velvollisuus tarjota sijoittajille riittävät tiedot) pelkkä tarjousesitteen saatavilla pitäminen ei ole positiivista tiedottamista, vaan abstrakti olosuhde.

⁴⁵⁹ Tiedon ei voida katsoa olevan yleisesti saatavilla pelkästään sen johdosta, että se on julkistettu analyyseissä, joten markkinoilla toimivat eivät ole analyyysin sisältämien tietojen suhteen tasa-arvoisessa asemassa. Kurenmaa, 116.

⁴⁶⁰ Tuottamuksesta rikosoikeudessa yleensä, Koskinen, 111.

jotka ovat edellytyksiä tiedonantovelvollisuuden toteuttamiselle. Näitä järjestelmiä voidaan arvioida monin tavoin. Esimerkiksi tulosvaroituksen antamisen edellytyksenä on, että laskentajärjestelmät tuottavat tietoa tuloksen kääntymisestä.⁴⁶¹ Yhtiö voi laatia esimerkiksi sisäiset perusteet sille, millainen poikkeama systeemi- ja laatuarvioinnin tapaan on asianomaisessa liiketoiminnassa olennainen. Jos yhtiö ilmoittaa markkinaosuutensa, se edellyttää myös, että yhtiö ylläpitää markkinaseurantajärjestelmää. Jos taas tuotantoluvut, läpimenoajat tai varaston kiertonopeus (tekijöitä on rajattomasti liiketoiminnan luonteesta riippuen) ovat olennaisia, julkistettavia mittareita, se merkitsee, että näiden suhteuttamisesta vastaaviin markkinalukuihinkin pidetään huolta.

Kriminaalipoliittiset tarkoituksenmukaisuusnäkökohdat ovat olleet muuttamassa syyllisyysperiaatteen sisältöä. Syyllisyydessä on kyse tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuudesta ja siitä, voitiinko tekijältä kohtuudella odottaa toisenlaista suhtautumista. Toisintoimimismahdollisuuden mukaan rangaistusvastuun edellytyksenä on, että tekijällä oli kyky ja tilaisuus toimia tekoilanteessa toisin. Kyvyn puuttumisella viitataan yleensä siihen, että tekijä ei kykene kontrolloimaan käyttäytymistään. Hän ei voi estää sitä, että hän poikkeaa vaadittavasta huolellisuudesta. Tilaisuuden puuttumisella taas viitataan tiedollisiin puutteisiin. Tekijältä voi puuttua tieto siitä, mitä hän on tekemässä tai mitkä ovat hänen tekonsa mahdolliset seuraukset taikka onko hänen tekonsa kielletty. Se, joka ei tiedä, mitä laki vaatii, ei kuitenkaan pääsäännön mukaan voi puolustautua tietämättömyydellään.⁴⁶²

Arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivat voivat tuskin koskaan vastuusta vapautuakseen vedota kyvyttömyyteensä. Samoin tilaisuuden puuttuminen voi vain harvoin johtua tekoon vaadittavien tietojen tai taitojen puutteesta. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan johtoon kuuluvaa henkilöä ei ole perusteltua vapauttaa vastuusta ainoastaan puutteellisten tietojen tai puutteellisen asiantuntemuksen vuoksi.⁴⁶³

Yhtiön tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksien hallinnointimenetelmät ovat vapaavalintaisia. Omaan käyttöön kehitetyt tiedon huoltojärjestelmät parantavat toiminnan systemaattisuutta ja selkeyttävät sisäisiä vastuusuhteita sekä välillisesti edesauttavat sijoittajansuojaa. Jos ne palvelevat yhtiön lisäksi myös

⁴⁶¹ Arvopaperimarkkinoilla huomautukset, joilla on pyrkimys rajoittaa toiselle osapuolelle mahdollisesti aiheutuvaa vahinkoa, ovat tyypillisesti tulosvaroituksia. Joskus yhtiöt huomauttavat markkinoilla liikkuvista huhuista tai analyysien keskimääräisarvioiden oikeellisuudesta. Näillä vähennetään markkinaosapuolten tietämättömyydestä tai väärästä tiedontulkinnasta aiheutuvia riskejä. – Vastuunrajoituksista arvopaperimarkkinoilla, *Rudanko* 1998, 388–390. – Rakennusurakassa vastapuolelle tehtävistä erilaisista ilmoituksista ja huomautuksista vahingon rajoittajina. *Rudanko* 1989, 38.

⁴⁶² *Nuutila*, 528–532.

⁴⁶³ *Häyrynen*, 37.

valvontaviranomaisen tarkastustoimintaa, yhtiö voisi saada niistä suojaa tekemilleen valinnoille.⁴⁶⁴ Järjestelmät eivät vielä ole säännönmukaisen tarkastuksen piirissä.

5.3.1 Totuudenvastaisuuden ja harhaanjohtavuuden ilmeneminen

Kun yhtiön julkistaman tiedon sisällön mahdollinen totuudenvastaisuus ja harhaanjohtavuus voivat ilmetä vasta tiedon julkistuksen tapahduttua, käsitellään asiaa tässä yhteydessä, vaikka ne voivat usein koskea muitakin tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksia.

Rikoslain (RL) 51:5§:n mukaan *Joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta*

- 1) arvopaperien ammattimaisessa markkinoinnissa tai hankkimisessa elinkeino toiminnassa antaa arvopaperiin liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, tai
- 2) jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki (495/1989) velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon, on tuomittava *arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

Asianmukaiseksi tiedon antamiseksi on katsottava tiedon antaminen pörssin määrittelemällä tavalla, mikä viittaa paitsi sisältöön myös menettelyyn. Asianmukaista ei siis ole, että julkistettu olennainen tieto on kerrottu totuudenvastaisesti tai harhaanjohtavasti.

Totuudenvastaisuus tarkoittaa sitä, että tieto on väärä eli sillä viitataan tietoihin, joiden todenperäisyys voidaan tarkistaa. Harhaanjohtavuus sen sijaan voi ilmetä useilla eri tavoilla. Kysymys voi olla (i) *epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta* tai (ii) *olennaisista seikoista vaikenemisesta*⁴⁶⁵ tai *vähättelemisestä*, jos annettujen tietojen pohjalta ei voi muodostaa käsitystä osakkeen arvosta. Edellisestä tarjooa esimerkin vähämerkityksisen yrityskaupan vaikutusten liioitteleminen ja jälkimmäisestä olennaisen taloudellisen menetyksen salaaminen. Yhtiö voi yrittää kiertää tiedonantovelvollisuutta yksinkertaisesti

⁴⁶⁴ Kirjanpitorikoksesta selviää lievemmällä rangaistuksella, jos on ylipäänsä pitänyt kirjaa kuin jos ei olisi pitänyt kirjanpitoa lainkaan.

⁴⁶⁵ Myös *Samuelssonin*, 291, mukaan ”även förtigande av information kan alltså grunda skadeståndsansvar”.

asiaa vähättelemällä tai kertomalla asiasta peitellysti siten, ettei se kiinnitä huomiota. Seikka voidaan saada näyttämään konsernin mittakaavassa pienemmältä kuin se tosiasiasa on. Päinvastaisessa tapauksessa seikasta voidaan tehdä suurempi asia kuin se on.

Harhaanjohtavuutta on myös markkinoinnin kohteen (iii) *johdattaminen muodostamaan väärä käsitys* seikan merkityksestä.⁴⁶⁶ Esimerkiksi jonkin keksinnön merkityksen ja odotettavissa olevien hyödyntämismahdollisuuksien kuvaaminen selvästi liioittelevalla tavalla voisi olla säännöksissä tarkoitettua harhaanjohtamista. Samoin harhaanjohtamista on siitä seikasta vaikeneminen, että keksinnön tuottama hyöty ja sen mukanaan tuoma arvopaperin arvon nousu on odotettavissa vasta usean vuoden kuluttua tai edellyttää vielä lisätutkimuksia.⁴⁶⁷

Säännöksen mukaan tietojen tulee liittyä arvopaperiin, mikä viittaa siihen, että tietojen ei tarvitse suoraan koskea arvopaperia. Kysymykseen tulee myös arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan yleisen markkinatiedon antaminen, mikä voi tapahtua esimerkiksi antamalla vääriä tietoja kysymyksessä olevan yritystoiminnan yleisistä toimintaedellytyksistä tai käyttämällä harhaanjohtavalla tavalla hyväksi tutkimuksia, joiden tuloksilla on vaikutus markkinoitavan arvopaperin arvoon.⁴⁶⁸

Tiedonantovelvollisuudelle asetettu harhaanjohtavuuden kielto on kuitenkin monitahoinen. Mainonnassa väittämä on totuudenvastainen, jos siinä esitetyt tiedot eivät ole objektiivisesti katsoen totta eli eivät vastaa todellisuutta.⁴⁶⁹ *Kobbernagel* erottaa kuitenkin toisistaan objektiivisen ja subjektiivisen totuuden. Objektiivisella totuudella *Kobbernagel* tarkoittaa yleisen kielenkäytön mukaista yhdenmukaisuutta todellisuuden kanssa, ts. sitä, että totuudellinen väite antaa oikean kuvan tosiasiallisesta asiain tilasta. Totuus subjektiivisessa mielessä taas tarkoittaa samaa kuin rehellisyys, ts. sitä, että väittämä sen esittäjän käsityksen mukaan on totuudenmukainen.⁴⁷⁰

Tässä mielessä lain esitöissä⁴⁷¹ käytetty ilmaus, jonka mukaan ”säännös ei edellytä, että seikka tosiasiallisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon, vaan riittää, että se objektiivisesti arvioiden on sellainen, että sen julkistamisella voidaan

⁴⁶⁶ Astola mainitsee esimerkkinä arvopaperin osinkotuoton ilmoittamisen laskettuna prosentteina osakkeen nimellisarvosta silloin kun arvopaperin hankintahinta moninkertaisesti ylittää nimellisarvon. *Astola*, 74 av. 7.

⁴⁶⁷ Rikoslakiprojektimietintö, 46–47.

⁴⁶⁸ Ibid.

⁴⁶⁹ *Tiili*, 182. Ks. myös *Kobbernagel*, 105.

⁴⁷⁰ Vrt. *Laurila*, 10, jonka mukaan tietoina on pidettävä kaikenlaisia väitteitä tosiasioista sekä arvostelmista, joiden paikkansapitävyys tai -pitämättömyys voidaan todeta, mutta ei sitä vastoin puhtaasti subjektiivisia arvosteluja, joiden oikeellisuus ei ole pätevästi todistettavissa. Subjektiivisia arvosteluja ovat sellaiset ilmaisut, jotka riippuvat henkilökohtaisista mielipiteistä ja joiden paikkansapitävyydestä myös asiantuntijat voivat olla eri mieltä.

⁴⁷¹ KM 1987:44, 339.

katsoa olevan merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta”, on problemaattinen. Sanaparia *objektiivisesti arvioiden* voidaan pitää em. *Kobbernagelin* määrittelyn kanssa ristiriitaisena: ”Objektiivisesti” tarkoittaa, että asia on todellisuuden kanssa yhtä eikä siihen voida soveltaa arviota; asia joko on tosi tai ei ole.

Pöyhönen on *Köndgeniin* viitaten tunnistanut sopimusoikeudessa kuitenkin tahtomallin tahtoon tai tahdonilmaisuu- verrattuna uuden vastuukriteerin, jolla on erilainen objektiivinen ja subjektiivinen tunnusmerkistö. Objektiivinen tunnusmerkistö perustuu enemmän sellaisiin seikkoihin, jotka eivät sisällä mitään konkreettista lupausta jostakin nimenomaisesta, mutta luovat kuitenkin oikeudellisen toiminnan raamiehtoja.⁴⁷² Tiedonannoissa arvopaperimarkkinoille on usein kyse juuri tällaisista yhtiön toiminnan puitteita, toimintaedellytyksiä tai -ehtoja kuvaavista lausumista. Annetun informaation sitovuuselementit koostuvat, kuten *Köndgen* on osoittanut, *mosaiikkimaisesti* pienistä velvoittautumissisällöistä, joiden perusteella sijoittaja tekee ratkaisunsa.

Subjektiivisessa tunnusmerkistössä on olennaista se, että sitoutuminen jää ikään kuin lepääväksi ja tulee näkyviin vasta jonkin teon herättämänä.⁴⁷³ Arvopaperimarkkinoilla sitoutuminen voi tapahtua minkä tahansa osapuolen toimesta, joka aktivoi ja yhdistää voimassaolevat tiedot, joita ei ole päivitetty tai muutettu. Tällainen aktivointi voi tapahtua joko bona fide- tai opportunistisessa, oman edun tavoittelun tai toisen osapuolen vahingoittamisen tarkoituksessa. Tällaiseen informaatioon vetoaminen (kenen tahansa osapuolen toimesta) ei juuri koskaan voi tapahtua perinteisessä, suorassa syy-yhteys-suhteessa eikä se siinä mielessä täytä perinteisiä totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden määrittelyjä, mutta on kuitenkin jossain määrin oikeutettua. Sen vuoksi, kuten *Pöyhönen* on sopimuslupauksen arvioinnin osalta todennut, voidaan myös arvopaperimarkkinoilla peukalosääntönä pitää, että *mitä konkreettisempi julkaistettu, voimassaoleva tieto on ja mitä useammin sitä on vahvistettu (toistettu), sitä velvoittavampi informaation sisältö on*. Esimerkiksi mitä konkreettisempia, yksityiskohtaisempia tai tunnistettavampia yhtiön arviot (esimerkiksi tulosen- nuste) tai lausumat (esimerkiksi strategisesta suunnasta) ovat, *sitä tiukemmin informaatio sitoutuu yhtiöön* ja sitä vahvemmat oikeudet tietoon liittyvät.

Vaikeampaa sen sijaan on tarkastella totuudenmukaisia tietoja sisältäviä harhaanjohtavia tietoja. Kuluttajan suojaksi laadituissa itsesääntelyn tasoisissa mainonnan perussäännöissä on toisin kuin oikeusnormeissa pyritty tarkemmin kuvaamaan seikkoja, jotka konstituivat harhaanjohtavuuden silloinkin, kun esitetty väite on totuudenmukainen. Mainonnan perussääntöjen 4. artiklan mu-

⁴⁷² *Pöyhönen* 1988, 194–195.

⁴⁷³ *Ibid.*

kaan mainos ei saa sisältää lausumaa tai kuvallista esitystä, joka suoranaisesti tai epäsuorasti, salailevana, moniselitteisenä tai liioittelevana on omiaan johtamaan kuluttajaa harhaan.⁴⁷⁴

Salailevuuden käsittäminen siten, että tieto on salaileva, jos siitä on jätetty pois sijoittajan sijoituspäätöksen kannalta relevantteja seikkoja, olisi arvopaperimarkkinoilla mahdoton vaatimus. Yritystoiminnan peruspiirteisiin kuuluvat liikesalaisuudet ja relevantit tiedot ovat usein juuri niitä, jotka vaikuttavat osakkeen arvoon eniten. Siitä huolimatta yhtiö ei voi niitä julkistaa.

Helsingin Pörssin ohjesäännön (5.3) asymmetrian tyyppitilanteisiin puuttuva ohjeistus olettaa, että johto ikään kuin toimisi ns. täyden informaation tilanteessa. Kenelläkään ei kuitenkaan ole täyttä informaatiota missään tilanteessa: joskus tilanteesta on enemmän informaatiota, ja kokemuksesta voidaan oppia, mutta usein on kyse pikemminkin johdon arvauksesta, siitä, mitkä tiedot ovat enemmän totta ja mihin tietoon liittyy vähemmän epävarmuustekijöitä. Siksi voidaan sanoa, että johdolla itselläänkään ei voi olla täydellisiä tietoja yhtiöstään, vaihdannan kohteesta ja sen arvoon vaikuttavista tekijöistä, koska tiedot perustuvat johdon valintaan. [Johdon mahdollisuudesta tehdä tiedon merkitystä muuttavia ratkaisuja, ks. 5.4 tiedonantovelvollisuuden ajallinen ulottuvuus ja tiedon mosaiikkimaisesta luonteesta luku 8.1.]

Julkistettava tieto on aina valinnan tulos. Siten *informaatiolta on edellytettävä, että se julkistettavalta osaltaan on symmetristä johdon tiedon kanssa, vaikkakaan ei yhtä täydellistä*.

Pörssin sääntöjen mukaan julkistettavien tietojen tulee olla sellaisia, että niiden perusteella voidaan arvioida päätöksen, tapahtuman tai muun julkistettavan seikan vaikutusta yhtiön taloudelliseen asemaan ja tulevaan asemaan. Lisäksi annetun tiedon on oltava perusteltua. Edellä mainitun säännön pohjalta on kuitenkin virheellistä tehdä niin pitkälle menevää tulkintaa, että tietojen tulee olla niin täydelliset, että ne eivät voi johtaa (kerta kaikkiaan ketään) harhaan. Valitettavasti tämä mahdollisuus on aina olemassa [vrt. 4.3.2 käsitys huolellisesta sijoittajasta]. Tieto ei kuitenkaan saa olla harhaanjohtavaa, ja sen perusteella tulee voida arvioida vaikutuksia. Se, kuinka paikkansapitäviä arvioita tulee voida tehdä, on jätetty avoimeksi ja oikeuskäytännön muotoiltavaksi.

Oikeustaloustieteessä asymmetrisen informaation tarkastelu on saanut alkunsa hyödykemarkkinoiden tarkastelusta, jossa hyödykkeen myyjällä on todella täydellinen tieto ja ostajalla epätäydellinen tieto hyödykkeestä. On kuitenkin pohdittava, voiko hyödykemarkkinoiden informaation asymmetriatilannetta suoraan verrata yhtiötä koskevan tiedon asymmetriaan juuri siksi, että *johtokin on epätäydellisen, joskin lähes poikkeuk-*

⁴⁷⁴ *Tiili*, 186. – Kuluttajansuojaoikeudellisten säännösten ulottuminen rahoitusmarkkinoille yleensä, ks. *Rudanko* 1998, 65–66.

setta sijoittajaa paremman tiedon varassa. Johdolla oleva tieto voi johtaa harhaan myös johtoa itseään.

Sääntelyn kannalta on siis erotettavissa kaksi erilaista asymmetrisen tiedon tilannetta hyödyke- vs. arvopaperimarkkinoilla:

(i) hyödykettä vs. *yhtiötä* koskeva informaatio, joka voi olla myyjällä lähes täydellinen ja ostajalla puutteellinen. Yhtiötä koskeva informaatio ei kuitenkaan koskaan ole niin staattinen kuin hyödykettä koskeva informaatio sen vuoksi, että *yhtiön tilanne muuttuu dynaamisesti* koko ajan, kun taas hyödyke pysyy muuttumattomana. Informaatiohäiriöt hyödyke-markkinoilla arvioidaan kauppalaan ja sopimusoikeuden perusteella, arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden toteutumisen perusteella.

Toinen näkökulma tarkastelee

(ii) hyödyke- vs. arvopaperimarkkinoita koskevaa asymmetristä informaatiota. Hyödykemarkkinoita koskevaan informaatioon ei kohdistu koko yhteiskunnan näkökulmasta sellaisia luotettavuusvaatimuksia kuin arvopaperimarkkinoita koskevaan informaatioon. Jälkimmäisen luottamusta voi jokin osapuoli kuitenkin nakertaa joko pienin rikkein, ilman että syytekytnys yksittäistapauksessa ylittyy tai siten, että ohjaus ei vastaa arkitilanteiden ongelmiin tai osapuolten oma sääntely kohtaa kriittikää.

Nämä kaksi informaation asymmetrianäkökulmaa on pidettävä erillään, koska sekä hyödyke- että arvopaperimarkkinoiden sääntely kohdistuu vain ensin mainittuun (i), mutta tavoite, luottamukseen vaikuttava informaatio, arvioidaan ainoastaan jälkimmäisessä (ii) tapauksessa.

Yhtiöiden tiedonantovelvollisuutta koskevissa keskusteluissa olen havainnut käsityksen, jonka mukaan tietoa voisi hallita, että tieto olisi rajattavissa ja paketoitavissa tilanteen mukaan ja että tieto on tavallisesti välitettävissä, ”saata-vissa” perille. Kuvitellaan, että tietoa voitaisiin ilman osapuolten omaa kontribuutiota oikeudellisesti säädellä siten, ettei asymmetria aiheuta kohtuuttomia eroja osapuolten välillä. Tietoa on kuitenkin vaikea saada hallintaan siten, että toimijoiden motiivit voitaisiin saada näkyviksi ja että kaikki puutteet asymmetriassa olisi mahdollista poistaa.⁴⁷⁵

Timonen näkee, että tietyissä tilanteissa informaatio on asymmetrisempää ja tyyppisimpiin asymmetrisiin tilanteisiin olisi puututtava. Ei liene epäselvyyttä siitä, että asymmetria vaihtelee tilanteesta toiseen, mutta usein *on vaikea nähdä, missä tilanteissa tieto on asymmetristä*. Huomattava osa tiedon asymmetriasta on kätkeytyä, ja sitä on vaikea ennakolta ja tyyppitilanteiden kautta saada

⁴⁷⁵ Myös *Kronman*, 13, toteaa, että ”the information doesn’t just ’get’ there. Like everything else, it is supplied by individuals (either directly, by being publicized or indirectly, when it is signalled by an individual’s market behavior)”.

näkyviin, koska moni tieto syntyy valumalla ja tiedon määrää säätelemällä osapuolten omasta toimesta.

Jos osapuoli (esim. yhtiö) näkee, että sääntelyllä on tehty jokin toiminnan suunta vaikeaksi, se ei edes lähde etenemään siihen suuntaan, vaan valitsee kokonaan toisen toimintatavan, johon kaikki muutkin vaihtoehdot ja myös strategiaa koskeva pohdinta kytketään mukaan.⁴⁷⁶ Tällöin kyse ei olekaan enää informaation asymmetriaongelmasta. Se on kierretty valitsemalla oikeudellisesti hyväksyttävä toimintatapa. Se tuottaa kuitenkin osapuolten asemiin saman kohtuuttoman ja relevantin eron, jota informaation sääntelyllä oli yritetty rajoittaa tai tasapuolistaa.

Normien asettamisella kyetään siis ratkaisemaan vain sääntelyviranomaisen havaitsemia erityistilanteita ja epäkohtia, mutta ei markkinoiden asymmetrian jatkuvaa, pysyvää tilaa. Tämä tila ei olekaan ratkaistavissa tyyppitilanteisiin puuttumalla, vaan laajentamalla tiedonantovelvollisuuden ulottuvuutta olosuhteiden mukaan muuttuvaksi.⁴⁷⁷

Totuudenmukainen tieto saattaa olla myös (*iv*) *moniselitteisyytensä* perusteella harhaanjohtava silloin, kun väite voidaan ymmärtää useilla eri tavoilla ja yksikin näistä on väärä.⁴⁷⁸ Lisäksi mainonnan perussäännöissä on katsottu, että harhaanjohtavuus voi perustua myös liioitteluun. Toisaalta totuudenvastaisen tiedon esittämisestä ei aiheudu harhaanjohtumisen vaaraa, jos kuluttajat eivät ota tosissaan esitettyä väittämää. Viimemainittua on tavattu kutsua *kauppiaalliseksi kehumiseksi*. *Aaker – Day* ovat luonnehtineet kauppiaallista kehumista sellaisiksi subjektiivisiksi arvioinneiksi, joita ei sen paremmin pystytäkään esittämään oikeaksi kuin vääräksikään. Kauppiaallisena kehumisena on yleensä pidetty ylenmääräisiä ja lähtökohtaisesti epäuskottavia väitteitä, joista muut havaitsevat heti, että ne on tarkoitettu eräänlaisiksi subjektiivisiksi arvoarvostelmiksi.⁴⁷⁹

Tällaiseen kauppiaalliseen kehumiseen ei kuitenkaan voi rinnastaa yletöntä pörssitiedottamisen määrää tai vastaavasti kehumista, jonka tarkoituksena voidaan katsoa olevan ylioptimistisen mielikuvan luominen. Lain tarkoituksena on nimenomaan ollut korostaa oikeiden ja olennaisten tietojen antamista ja niiden luotettavuutta.

⁴⁷⁶ ”Issuers who are going to commit fraud still will make fraudulent disclosures – they will simply use the approved form to do so.” *Dooley*, 390. – Yritykset ovat avoimia järjestelmiä, joille on luonteenomaista toimintojen valinnaisuus, eli samaan lopputulokseen voidaan päätyä useilla eri toiminnoilla. Lisäksi avoimet järjestelmät pyrkivät vastaamaan nopeasti ympäristön muutoksiin muuttumalla itse. – Avoimien järjestelmien ominaisuuksista ks. ulkomaisista esim. *Katz – Kahn*, 23–30 ja kotimaisista *Näsi*, 109–111.

⁴⁷⁷ Sopimusoikeudessa on myös pyrkimys nähdä sopimussidonnaisuuden elementit olosuhteiden mukaan muuttuvina. Ks. *Pöyhönen* 1988, 214. *Rudanko* 1998, 60.

⁴⁷⁸ *Aaker – Day*, 142.

⁴⁷⁹ *Ibid.*, 144.

Harhaanjohtavuuden vaarasta on erityisesti mainittu osakkeiden liikkeeseenlaskun ja markkinoinnin yhteydessä, jolloin usein ollaan tekemisissä tavallisten yksityissijoittajien kanssa. Vaikka tällaisessa yhteydessä sijoittajien luulisi ymmärtävän, että yhtiö esittää tiedot itselleen edullisessa valossa, yhtiön ilmoittamat seikat aikaansaavat myös odotuksia, jotka täytyy päivittää myöhemmin.

YIT mainosti osakeantiaan maaliskuussa 1997 seuraavasti:

Rakennustoiminta on vauhdittumassa. Uusia tiloja tarvitaan taas. Teollisuus kunnostaa tehtaitaan. Se investoi koneisiin ja laitteisiin. Kiinteistömarkkinoillakin vuokrat ovat nousussa. Toimitilakysyntä on kasvussa. Suomen lisäksi myös lähialueilla odotetaan infrastruktuuriin liittyvän rakentamisen lisääntyvän. Tarvitaan parempia satamia, teitä ja rautateitä, tehtaita ja siltoja. Tarvitaan lisää energiaa ja kaukolämpöä, puhtaampaa vettä miljoonille Itämeren alueen asukkaille, huonokuntoisten teiden korjaamista, huoltoa ja uutta talotekniikkaa.

YIT:n liikevaihto on jo kasvanut tuntuvasti kolmen vuoden ajan ja tulokunto on nousussa. Rakennusalan ennätyslamasta yhtiö selvisi omin voimin. Nyt se on entistä vahvempi ja kokeneempi vastaamaan asiakaskunnan uusiin tarpeisiin. YIT on kotimaan suurin ja Pohjoismaiden viidenneksi suurin rakennusyritys liikevaihdolla mitattuna. Nyt se aikoo pidentää etumatkaansa.

Syntykö em. tekstistä sijoittajalle perusteltuja odotuksia tulevaisuutta silmällä pitäen? Yhtiö kuvaa toimintaympäristön tarpeita ja antaa ymmärtää, että se aikoo tarjota asiakkaille palveluja näillä alueilla. Sen sijaan se ei kerro mitään siitä, onko asiakkailta varaa ostaa yhtiön palveluja ja millaiset toteutumisedellytykset yhtiön aikeilla on. [Ks. perusteltujen odotusten luokittelusta tarkemmin luku 6.]

Antamalla tietoja markkinoista YIT samalla liitti ao. seikat omaan toimintaansa. Sijoittaja voi perustellusti tekstin luettuaan olla vakuuttunut, että kerrotut seikat ovat yhtiön toiminnan kannalta olennaisia. Ne eivät ole pelkkiä heittoja, vaan on perusteltua ajatella, että juuri näistä syistä yhtiöön kannattaa sijoittaa. Ei voida olettaa, että sijoittaja näiden tietojen pohjalta tutkisi tarkemmin annettujen tietojen taustoja. Se saattaisi osoittautua mahdottomaksikin, ehkä vaikeaksi myös yhtiölle. Sen vuoksi, vaikka yhtiö liitti mainitut seikat toimintaansa, ne oli kuitenkin rinnastettava kuvaan, joka on vakiintunut tapa erottaa varsinaiset tiedot ja myyjäpuolen vastuut kauppaoikeudellisesti. Yhtiö on siten velvollinen palaamaan antamiinsa tietoihin oma-aloitteisesti myöhemmin ja kertomaan, mitä yhtiö on tehnyt ao. tarpeiden tyydyttämisessä ja ovatko annetut, epämääräiset tiedot edelleen relevantteja. Yhtiöltä ei voi edellyttää tarkkoja lukuja, vaan tietoja samassa yleisessä muodossa kuin em. tekstissäkin. Siinä informaation sitovuuselementit koostuvat juuri yhtiön toiminnan puitteita kuvaavista lausumista, jotka antavat sisällön yhtiön velvoittautumiselle sijoittajaa kohtaan.

Vaikka siis annetut tiedot olivat epämääräisiä, se ei riitä poistamaan yhtiölle tulevaa vastuuta.

Pörssin NM-listalla noteerattu Biohit Oyj oli kehittänyt v. 2001 verinäytteen perustuvan vatsan limakalvojen ja helikobakteerien tutkimusmenetelmän, jonka ansiosta potilaan ei tarvitse niellä vastenmielistä letkua koepaloiheen. Hyviä markkinanäkymiä toimitusjohtaja perusteli sillä, että joka kolmannella ihmisellä on vatsavaivoja.

Tämänkin lausuman perusteella sijoittajalla on oikeus odottaa, että hänelle kohtuullisessa ajassa kerrotaan, miten tuote on otettu markkinoilla vastaan. Aika arvioidaan joko siitä, kuinka kauan tuotteen markkinoille tuonti yleensä yhtiöltä on kestänyt, paljonko tuotteen kehittämiseen on mennyt aikaa ja rahaa sekä mikä on esimerkiksi investoinnin ennakoitu tuotto prosentti. Yhtiö ei voi jättää tietoa merkitykselliseksi kertomatta.

Sen sijaan muut vastuun osoittamisen edellytykset liittyvät laajempaan kysymykseen varallisuus oikeudellisesta vaihdannasta. Jotta mainonnan mahdollisesta moitittavuudesta aiheutuisi oikeus seuraamus, tähän vaatimuksensa perusteeksi oikeusjutussa vetoavan *kantajan on kyettävä näyttämään*, että juuri mainoksessa esitetyt seikat olivat relevantteja ostopäätöksen syntymiseen ja että ne olivat virheelliset. Juuri tämä onkin vaikeaa.

Arvopaperimarkkinoiden tiedottamisrikosta koskevat säännöt eivät suoranaisesti ulotu yhtiön sellaiseen tiedottamiseen tai markkinointiin, jota ei sisältönsä puolesta ole heti tunnistettavissa sen enempää osakkeiden markkinoinniksi kuin arvopaperimarkkinallain mukaisen tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi. Tämä voi muodostaa kuitenkin ongelman ajallisesti silloin, kun yhtiö sijoittaa esimerkiksi näkyvän yrityskuvamainonnan juuri osakeantijulkistuksen alle. Jos yrityskuvamainonnassa ei mainita sanaa osake, ei valvontaviranomainen ole käytännössä puuttunut tällaisen mainonnan sisältöön. Tätä olisi kuitenkin syytä harkita uudelleen ajallisen yhteyden ollessa olemassa, koska mainonnan vaikutus ulottuu helpostikin siihen aikaan, jolloin osakeanti on jo käynnissä. Yrityskuvamainonta voidaan lisäksi tehdä visuaalisesti samannäköiseksi, jolloin mielikuvatkin siirtyvät osakeantihetkeen.⁴⁸⁰

⁴⁸⁰ Astola, 73, kuitenkin katsoo, että markkinoinnissa annettavan tiedon totuudenvastaisuuden tai harhaanjohtavuuden kielto on varsin kattava ja sen voidaan katsoa vaikuttavan kaikkien AML:n tiedonantovelvollisuutta määrittävien säännösten taustalla. Tällä perusteella kieltoa sovellettaisiin myös jälkimarkkinoilla jo olevien arvopaperien markkinointiin. – Ks. oikeuskäytännöstä Helsingin HO 29.4.1992 (S91/29 No 1346, KKO: ei valituslupaa), jossa korostetaan selvästi sijoituksiin liittyvää voiton ja tappion mahdollisuutta. Tapauksessa OTC-listalla noteeratun yhtiön osakkeita vuonna 1988 toimeenpannussa osakeannissa merkinnyt henkilö oli vaatinut, että osake merkintä julistettaisiin pätemättömäksi, koska merkintävaiheessa yhtiöstä oli annettu liian positiivinen ja näin ollen virheellinen kuva. Merkitsijän mielestä tätä oli osoittanut osakkeen huono kurssikehitys, kun osakkeen kurssi oli vajaassa kahdessa vuodessa laskenut yli kaksi kolmasosaa osakkeen merkintähetken hintaan nähden. Oikeus katsoi jääneen näyttämättä, että yhtiöstä olisi annettu merkitsijälle virheellinen kuva. Myöskään sovittelun ei katsottu tulevan kyseeseen.

Myös pörssitiedotteissa on usein sellaista ainesta, joka on moniselitteistä tai liioiteltua, ja jonka todellisesta luonteesta sijoittaja ei voi olla varma.

Yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä on katsottu, että *ns. safe harbor -lauseke* käsittää myös sellaiset tiedotteet, joissa on yhdistetty eriluonteisia tietoja, faktoja ja tulevaisuuden näkymiä. Jos ennusteen tai näkymien perustana ovat sekä todetut faktat että niiden pohjalta tehty oletukset on kaikkia tiedotteessa mainittuja tekijöitä pidettävä yhtenä tulevaisuuden näkymiä koskevana kannanottona. Vaikka tietojen sekoittaminen näin sallitaankin, on huomattava, että tiedotteen täytyy muutoin täyttää *safe harbor -kriteerit*.⁴⁸¹

Moniselitteisten, liioiteltujen pörssitiedotteiden ongelma on erityisen silmiinpistävä sellaisten vasta listautumassa olevien (esimerkiksi biotekniikka) yritysten kohdalla, joiden toiminta perustuu suureen riskiin, joiden toiminta on hyvin nuorta ja joilla ei ole yrityshistoriaa. Samanlainen ongelma on esimerkiksi uudella, vasta perustettavalla varainhoitopalveluja tarjoavalla yrityksellä, joka yrittää kuvata tulevaa liiketoimintaansa. Myös sen täytyy jollain tavalla kertoa, mitä se aikoo tulevaisuudessa tehdä. Johdon täytyy saada luottaa strategiaansa ja kertoa siitä myös julkisuuteen. Kun johto tällaisessa tilanteessa esittää arvioitaan, on tärkeää, että tietojen oikeellisuutta arvioidaan julkistamishetken eikä *ex post* ajankohdan mukaan.⁴⁸² Tietojen oikeellisuuden arvioinnissa on kuitenkin otettava huomioon kaikki yhtiön aiemmin julkistamat tiedot ennen tutkittavaa julkistamishetkeä [vrt. kappale 5.4.4 tiedon ajallinen vahvistuminen, heikkeneminen ja jatkuminen]. Sijoittajan suojan kannalta on kuitenkin välttämätöntä, että tällöin myös näkymien rajoitukset julkistetaan.⁴⁸³

Moniselitteisyys korostuu, kun yhtiö pyrkii tiedottamisella hoitamaan useita, rinnakkaisia tavoitteita samanaikaisesti. Yhtiö voi tiedottaa esimerkiksi vain

⁴⁸¹ Yhdysvaltalaisessa pörssikaupassa on useita erilaisia *safe harbor -turvalausekkeitä* (koskien esimerkiksi osavaltio- tai arvopaperilajikohtaisia eroja). Yleensä käsitteellä on kotimaisessa keskustelussa kuitenkin viitattu lähinnä lakiin *Private Securities Litigation Reform Act 1995*, joka täydentää vuoden 1934 *Securities Exchange Actia* kahdella lisäyksellä. Näiden nojalla yhtiö saa syytesuojaa tietyin ehdoin tulevaisuuden näkymiä koskeville kirjallisille tai suullisille kannanotoille, kunhan (1) kannanotto voidaan tunnistaa tulevaisuuden näkymää koskevaksi lausumaksi, joka sisältää ymmärrettävät varoitukset [”*bespeaks caution*” -doktriini, ks. tarkemmin luku 3.3.1]; (2) lausuma ei ole olennainen; ja (3) kantaja ei kykene osoittamaan, että lausuma annettiin siitä huolimatta, että se tiedettiin virheelliseksi. *Safe harbor -normin* tavoitteena on ollut lisätä markkinoiden tehokkuutta kannustamalla yhtiöitä julkistamaan arvioitaan yhtiön tulevaisuuden kehityksestä. *Steinberg 2001b*, 281.

⁴⁸² *Taxell 1963*, 76, toteaa, että ”det finns anledning att fritaga en företrädare från ansvar i situationer då den bristande överensstämmelsen med en rättslig grundsats icke varit tillräckligt tydligt skönjbar, särskilt när svårigheterna att bedöma än åtgärds rättstridighet och skadlighet var större i själva handlingsögonblicket än vid en bedömning i efterhand”.

⁴⁸³ Vrt. kuitenkin myös markkinoilla jo pitkään toimineen *JOT Automationin* tiedote [luku 3.3.1], jonka mukaan tiedotteen sisältö saattoi jo alunperin sisältää varauksellisia tietoja.

varmuuden vuoksi tai markkinointimielessä. Toisaalta se voi tiedottaa liian vähän tai peitellysti (syynä esimerkiksi valmistautumattomuus, puutteelliset seuranta- ja johtamisjärjestelmät, itseymmärryksen tai oman kehityshistorian tuntemisen puute⁴⁸⁴). Yhden tiedotteen muotoilussa se voi ottaa huomioon tiedon vaikutuksen osakemarkkinoihin, kilpailutilanteeseen, kehitystoimintaan, henkilöstön mahdollisiin irtisanomisiin ja tulokseen. Markkinoiden näkemysten testaamiseksi tiedotteisiin voidaan liittää koepalloja, jotka vain osa sijoittajista ymmärtää. Samastakin tiedosta voivat tulkinnat olla markkinoilla hyvin erilaisia. Tämän johdosta yksityissijoittaja ei välttämättä ymmärrä edes keskeisiä yhtiön tiedotteisiin sisältyviä seikkoja. Yhtiö voi signaloida omia aikeitaan sanomatta mitään konkreettista, vaikka voi halutessaan olla aivan selkokielenkin. Yhtiö voi kiusallisissa kysymyksissä väistellä omaa kantaansa.

Tiedottaminen on näin tiiviisti yhteydessä liiketoiminnan harjoittamiseen. Jos johdolla on mahdollisuus saavuttaa jotain liiketoiminnallisesti merkittävää, tiedotus tai sen muotoilu voidaan alistaa opportunistisesti tämän tavoitteen saavuttamiselle, jopa riippumatta siitä, mitä on aiemmin julkistettu [ks. Outokumpu-esimerkkiä edellä luvussa 2.5.5]. Kun tiedotuksen pitäisi sekä avata että myös sulkea perusteltuja odotuksia liiketoimintamahdollisuuksista, johto voi nähdä sen ensi sijassa hyväksikäytön näkökulmasta. Tällöin ollaan jo hyvin lähellä harhaanjohtamista.

Harhaanjohtavuutta on tähän mennessä tarkasteltu lähes ainoastaan sitä liiketoimintatilannetta vasten, jossa yhtiö tiedotteen julkaisee. Jos tiedote tiedotushetkellä näyttää ulkopuolisesta pitävän yhtä yhtiön sen hetkisen toiminnan kanssa, se on katsottu totuudenmukaiseksi. Tällöin tiedotteen sisällön arviointi on kuitenkin juuri eräänlaista katkaistun tilanteen arviointia. Se, mitä on tapahtunut aikaisemmin ennen tiedotteen julkistamista tai mitä tapahtuu myöhemmin, on käsitetty toiseksi tilanteeksi, johon tarkastelu ei enää ulotu. Nykyhetken yksittäisellä toiminnalla ja sitä koskevalla tiedotteella ei ole nähty oikeudellista yhteyttä aiempiin toimiin.

Harhaanjohtavuuden kriteeri voi kuitenkin täytyä, jos yhtiö muuttaa (v) *julkistamiskynnystään* olennaisesti. Jos yhtiö joissain asioissa noudattaa korkeampaa julkistamiskynnystä, toisissa taas matalampaa, se huomioi tiedonantovelvollisuutta harkitessaan tilanteen moninaisuuden: Yhtiölle haitallista, tiedotuspakon alaista päätöstä saatetaan lykätä, jos esimerkiksi jättitilauksesta neuvottelevan yhtiön kurssilasku neuvottelun viime hetkillä heikentäisi ostajan yhtiötä kohtaan tuntemaa luottamusta. [Vrt. Yhdysvalloissa sallittu tiedon julkistamisen viivytys osavuositarkastukseen asti, luku 5.4.3.] Yhtiön poukkoilevaan toimintaan on kuitenkin suhtauduttava kriittisesti ja vähintäänkin edellytettävä, että yhtiöt noudattavat tomissaan aikaisemmin omaksumaansa käytäntöä, jolloin

⁴⁸⁴ Ks. myös Haussila, 246, vastuuriskien identifioimisen näkökulmasta.

myös muilla markkinaosapuolilla on mahdollisuus yhtiön toiminnan ennakkointiin.

Tiedonantovelvollisuutta täytettäessä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta annettu totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto on rikos. Tietojen poisjättäminen ei ole rikos, ellei se vaikuta harhaanjohtavan käsityksen syntymiseen, kun sen sijaan (vi) *väärän tiedon antaminen* on. Tietojen ei myöskään tarvitse olla täydellisiä, mutta niiden on oltava julkistettavalta osaltaan oikeita ja sillä tavalla riittäviä, että niiden perusteella on mahdollista muodostaa käsitys osakkeen arvosta.

Useat puutteellisesti annetut, epämääräiset tai perusteettomat tiedot yhdessä voivat kuitenkin osoittaa, että yhtiö on itse antanut *toistuvasti aiheutta väärintulinnan syntymiselle*. Yksittäisissä tiedotustapauksissa virheellistä tai harhaanjohtavaa toimintaa voi olla vaikea osoittaa, mutta toistuvana toimintana se muodostaa *trendinomaisen tiedotuspolitiikan, joka johtaa sijoittajien puutteelliseen tiedonsaantiin*. Kyseessä on (vii) *väärän tiedon syntymisen salliminen olemalla passiivinen*. Harhaanjohtavuuden tunnusmerkit on edelleen sama, vaikka se täytyy vasta pidemmällä tarkastelujaksolla. Tarkasteltavana ei ole enää ainoastaan yksi yksittäinen tiedote ja sen julkistamisyhteys, vaan tiedotustapahtumien sarja ja pidemmällä aikavälillä tapahtunut vähittäinen harhaanjohtaminen. Näin yhtiö ei enää välttyisi rikkomukselta sekoittamalla oikeaa ja harhaanjohtavaa tietoa toisiinsa.

Lähes mikä tahansa liiketoiminta voidaan koettaa tehdä ainakin lyhyellä tähtäimellä jossain sijoittajaryhmässä mielenkiintoiseksi ilman aktiivista harhaanjohtamista antamalla toisen vain käyttää omaa mielikuvitustaan ja olemalla kommentoimatta markkinoilla syntyviä viljejäkin mielikuvia liiketoimintamahdollisuuksista.

”Yhtiö kehittää laatu- ja palvelutasoa parantavia ja päätelaitteista riippumattomia ratkaisuja, jotka takaavat häiriöttömän palvelutason loppukäyttäjälle”, kertoo yhtiö toiminnastaan ilman, että lukijalle kävisi selväksi, mitä yhtiö itse asiassa konkreettisesti tekee.

Alttius tällaiseen tiedottamiseen on suuri, jos sen avulla on mahdollisuus saavuttaa laajempi kiinnostus, julkisuus, tunnustetumpi asema markkinoilla, parempi työnantajakuva ja henkilöstön sitoutuminen. Vastuu tiedon tulkinnasta jää sijoittajalle itselleen. Tällaiseen tiedottamiseen ei nykyisen tiedonantovelvollisuuskäsityksen vuoksi ole voitu puuttua. Yhtiön ei ole katsottu toimineen moitittavasti myöskään silloin, kun se on toiminnasta pidättäytymällä vain antanut väärän käsityksen muodostua itsestään. Yhtiöllä ei nykyisin ole ohjeistettua velvoitetta seurata markkinatapahtumia tai ottaa huomioon toiminnastaan aiheutuvia epäselvyyksiä.

Sijoitusyhtiö Norvestian yhtiökokouksen tilaaman tarkastusraportin mukaan yhtiön pääomistajalla ei ollut oikeutta tilata itseltään työtehtäviä

yhtiön kustannuksella. Veloituksista syntyneiden erimielisyyksien takia hallitus erotti toimitusjohtajan. Raportin mielestä Norvestian etu ei vaatinut toimitusjohtajan erottamista. Tarkastusraportin mukaan toimitusjohtajan erottamiskokouksen kutsumismenettely ja -aika olivat olleet huonosti harkittuja. Tarkastajien mielestä menettelytavat olivat olleet sinänsä ehkä lain kirjaimen mukaisia, mutta lain tarkoituksen hengen vastaisia. Raportti mainitsi puutteita myös toimitusjohtajan erottamiseen liittyvien tapahtumien tiedottamisessa. Tarkastajat olivat löytäneet tiedotteista harhaanjohtaviin käsityksiin johtavaa ainesta, tietojen pois jättämistä ja epäselvyyttä. Raportti oli myös huomannut tiedotteissa tietoa, jota ”ei voi[tu] pitää oikeana tai ainakaan täydellisenä”. Norvestian yhtiökokous käsitteli tarkastusraporttia 27.3.2001.⁴⁸⁵

Yhtiö voi harjoittaa liiketoimintaansa em. tavalla kokonaan irrallaan arvopaperimarkkinatoiminnasta, vaikka olisikin muodollisesti noteerattu. Tällä tavoin toimivan yhtiön pääomistajan lyhyen aikavälin hyötyminen voi hyvinkin ylittää maineen menetyksen aiheuttamat kustannukset erityisesti pitkällä aikavälillä, jos yhtiö voi vetäytyä kokonaan arvopaperimarkkinoilta tai jos se katsoo, että sillä ei ole julkisesta noteerauksesta enää mitään hyötyä. Tällöin yhtiö on *vapaamatkustajana* saanut hyödyn muiden yhtiöiden markkinaluottamuksen eteen tekemästä työstä ja uhratuista kustannuksista.⁴⁸⁶

Se, että olennainen tieto on yhtiön edun vastainen, ei ole riittävä syy julkistamatta jättämiseen. Joissain tilanteissa yhtiö *voi tehdä* yhtiön edun vastaisesta tiedosta yksinkertaisesti luottamuksellista tietoa, jota ei ole pakko julkistaa. Luottamuksellisia, julkistamattomia tietoja voivat olla liiketoiminnassa toteutumattomat seikat (monet olennaiset seikat, esim. hävityt kaupat, epäonnistuneet liikeneuvottelut ja kehityshankkeet, yhtiön kokemat heikkoudet tai uhat). Näitä ei ole pakko julkistaa, jos niistä ei ole markkinoilla ollut tietoa aiemminkaan. Vaikka yhtiölle olisikin seikasta muodostunut haittaa, hinnanmuodostuksen ei katsota kärsineen, ellei kyseessä ole ollut oleellinen seikka, joka lain mukaan olisi tullut julkistaa.

Yhtiö ei myöskään saa muokata tiedotetta sillä tavalla, että kielteiset seikat kirjoitetaan, (*viii*) *peitetään* tiedotteeseen muun tiedon sekaan siten, ettei niitä ei ulkopuolinen helpolla havaitse.

Pörssin kurinpitolautakunta 17.12.2002: Pörssitiedote 14.6.2002 ”QPR Software valmistautuu IAS:n käyttöönottoon” oli otsikoinniltaan ja kokonaisuudeltaan harhaanjohtava, eikä siitä käynyt ilmi tulosvaroituksen todellinen syy. Tulosvaroituksen *peittämistä muun informaation alle* ja sekoittamista kirjanpitoikäntä- ja sopimusmuutokseen on pidettävä aina hyvän tavan vastaisena. Sijoittajalla ei myöskään ollut vertailutieto-

⁴⁸⁵ Taloussanomat 27.03.2001.

⁴⁸⁶ Vrt. *Posner*, 111.

jen puuttumisen vuoksi mahdollisuutta saada kyseisessä tiedotteessa tar-
koitetusta muutoksesta oikeaa ja riittävää kuvaa. [kurs. tässä]

Toinen, mutta ei kurinpitolautakunnassa ollut tapausesimerkki koskee
Sonera Smarttrust Oy:n 120 henkilön henkilöstövähennystä (noin
20 %:n vähennys). Asiaa koskeva uutinen oli 27.2.2001 sisällytetty tie-
dotteen kuudenteen kappaleeseen. Tiedote oli otsikoitu ”Sonera Oyj
tarkentaa kansainvälistä liiketoimintaorganisaatiotaan”. Ennen tiedon
kertomista tiedotteessa oli lähinnä markkinointitekstiksi luonnehdittava
yksikön vt. toimitusjohtajan kuvaus yhtiön tarjoamista palveluista.

Tietoa ei kuitenkaan ole lupa peittää muun informaation alle. Keskeisesti arvo-
papeririskin arvioimiseen vaikuttava seikka on tuotava näkyvästi esille myös
esittämistavan kannalta.⁴⁸⁷

Liikkeenjohdon muotislangia tai fraaseja käyttämällä voidaan huomio johtaa
sivuun pääasiasta (”yhtiön hallitus on strategiansa mukaisesti päättänyt – – ”
vaikka asialla ei varsinaisesti olisi yhtiön strategian kanssa mitään tekemistä tai
sijoittajan on vaikea löytää yhteyttä strategian ja tapahtuneen välillä). Samoin
on harhaanjohtavaa antaa liiketoimen epäonnistumiselle muu kuin todellinen
syy, jos näyttää esimerkiksi siltä, että todellisen syyn sanominen voisi heiken-
tää johdon päämäärän saavuttamista. Jos sijoittaja ei voi havaita, mitä panoksia
yhtiö on johonkin hankkeeseen sijoittanut, yhtiö kykenisi suuretelemaan tai
pienentämään tiedon merkitystä haluamallaan tavalla ilman, että kukaan joh-
don ulkopuolinen henkilö voisi tätä verifioida (yhtiö saattaa esimerkiksi ilmoit-
taa, että jokin investointi toiseen yhtiöön on ainoastaan sijoitus). Jos tiedon
merkitys myöhemmin osoittautuu toiseksi, saattaa kyseessä olla tekemisrikos.

Tekemisrikos saattaa olla käsillä silloin, kun seikka, olkoonkin, että se on
rivien välistä luettavissa tai ehkä jopa mainittu, on kerrottu *sen merkitystä ja
painoarvoa heikentävällä tavalla* ja samalla kiinnitetty huomiota yhteen tai
useampaan muuhun seikkaan. Olennaista on, että tiedottamisen sisältö on oi-
keissa mittasuhteissa ja että valituilla mittasuhteilla on selvät puolustettavat
perusteet. Tekemisrikos saattaa olla käsillä myös silloin, jos yksi yksittäinen
tieto, vaikka oikea, peitetään lukuisten muiden myönteisten asioiden alle pi-
demällä ajalla huomion kiinnittämiseksi muualle.

Usein yhtiö avaa asiaa vain jonkin verran eikä kerro kaikkea. Muilta osapuol-
lilta olennaisen tiedon erottaminen voi edellyttää yhtiön liiketoiminnan perin-
pohjaista ymmärtämistä. Tämän ymmärtämisen seurauksena keksittyjä tietoja
ei kannata julkistaa muille, koska silloin jäisi hyödyntämättä yhtiön toimintaan
liittyvä arvokas tieto, joka on saatu oman työskentelyn ansiosta. Jos useammat
sijoittajat jakaisivat tiedon, tiedolla ei enää olisi sitä arvoa, mikä sillä on kun
sen tietää vain harva. [Ks. tarkemmin luku 8 informaatiovarallisuudesta.]

⁴⁸⁷ Huhtamäki 1993, 75.

Tällaista perusoikeuteen kuuluvaa oikeutta tiedon hallintaan on sääntelyllä hankala poistaa puuttumatta samalla yhtiön vapauteen muodostaa näkemyksensä liiketoiminnasta ja valita oma strateginen suunta. Jos yhtiö pakotettaisiin julkistamaan liiketoiminnastaan liikesalaisuuksiksi katsottavia seikkoja, ei liiketoiminnalla olisi enää *edellytyksiä onnistua*.

Harhaanjohtavuus voi siten edellä esitetyin tavoin olla:

- 1) Epäolennaisten seikkojen liiallista korostamista
- 2) Olennaisista seikoista vaikenemista tai vähättelemistä
- 3) Toisen johdattamista muodostamaan väärä käsitys seikan merkityksestä
- 4) Annetun tiedon moniselitteisyyttä
- 5) Julkistamiskynnyksen olennaista muuttamista
- 6) Väärän tiedon antamista
- 7) Väärän tiedon syntymisen sallimista olemalla passiivinen
- 8) Tiedon peittämistä vaikeasti havaittavaksi.

5.3.2 Valhe ja sen ilmenemismuodot

Totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta on sääntelyssä aina pidetty arvopaperimarkkinoiden erehdyttämisenä. Valhe sen sijaan tuntuu yhtä usein sijoitetun ”räikeytensä” ja selkeytensä vuoksi selkeästi kielletylle alueelle sijoittajille suunnatussa informaatiossa. Erehdyttämismuotona valhetta ei ole erikseen lain esitöissä tarkasteltu. Vaikka valhe voi täyttää intentionaalisen harhaanjohtamisen tunnusmerkit, voi valheen viestejä tarkastella joukkovaikuttamisen maailmassa toisinkin ja kysyä, onko jokainen valhe aina kielletty.

Yhtiön tiedottamisella on usein muitakin kohderyhmiä kuin sijoittajat. Tiedottamisen sisällöllä yhtiö signaloi aikeitaan, toiveitaan tai ehdotuksiaan kilpailijoille, asiakkaille, omalle henkilöstölleen tai viranomaisille. Myös näitä tiedotteita koskevat samat arvopaperimarkkinalain vaatimukset kuin varsinaisia sijoittajille suunnattuja tiedotteita.

Tästä syystä on erikseen tarkasteltava valhetta. Muille kuin arvopaperimarkkinaosapuolille suunnattavien viestien totuutta voi joskus olla kiusaus venyttää, jos ne vievät yhtiön etua eteenpäin, vaikka ne sisältäisivätkin valheen. Joskus sijoittajat (ja valvontaviranomaisetkin) ovat käytännössä hyväksyneet valheen, jos sen esittämisestä ei ole aiheutunut eriarvoisuutta osakkeenomistajien välillä puhumattakaan siitä, että osakkeenomistajat ovat hyötynneet tilanteesta.

Kahan on tarkastellut (peliteoreettisesta näkökulmasta) valhetta yhtiön, kolmansien osapuolten ja sijoittajien strategisessa käyttäytymisessä [vrt. *Kahanin* toinen, samaa aihetta koskevaa esimerkkiä, luku 5.1.1].

”Suppose XYZ Corp. is negotiating with ABC, Inc. to buy ABC’s toy division. XYZ plans a major reorientation of the toy division – it wants to replace the war games presently produced by ABC with ecological toys such as baby dolls with recyclable diapers and tropical rain forest building sets. XYZ anticipates earning huge profits, but only if it can keep its business plans secret from its competitor Toys For Us (TOFU) – the leading producer of toy cooking sets for cholesterol-free meals – until the ecological toys are ready for mass production. XYZ is willing to pay up to \$32 million for ABC’s toy division, but of course prefers to pay less.

At the same time, XYZ plans to raise additional funds through a public offering of its stock, and is involved in negotiations with its union over a new collective bargaining agreement. Internal financial reports show that a premature release of these reports may impede its share offering. At a board meeting, XYZ’s management decides that it would settle for a 5 % to 8 % wage increase rather than endure a strike.

During the course of these events, XYZ issues the following press releases:

’We just made an offer of \$25 million for ABC’s toy division. This is our final and highest offer.’

’We are looking forward to acquiring ABC’s toy division and plan to continue its focus on producing war games.’

’The company has rejected the union demand for an 8% wage increase. An 8 % wage increase is absolutely out of the question, and would seriously endanger the company’s economical survival. The company recommends that its employees accept the company’s offer of a 5 % wage increase. Otherwise, a strike is inevitable.’

’In our last quarter, we experienced a slight increase in earnings.’”

Jokainen lausuma oli väärä. XYZ oli varautunut maksamaan \$32 miljoonaa, jos olisi tarpeen. Se päinvastoin suunnitteli lopettavansa sotalelutuotannon. Se oli halukas hyväksymään ammattiliiton palkkavaatimuksen mieluummin kuin lakon. Kaiken lisäksi sen tulos oli laskenut viimeksi kuluneella neljänneksellä. Kukin lausuma oli suunniteltu hyödyttämään XYZ:aa vilpillisesti. Ilmaistu haluttomuus maksaa enemmän kuin \$25 miljoonaa oli tarkoitettu saamaan ABC hyväksymään tehty tarjous. Sotalelujen tuotannon jatkamisilmoitus oli tarkoitettu hämäämään TOFU:a. Tuloskehitystä koskeva lausuma oli tarkoitettu signaaliksi sijoittajille siitä, että niiden kannatti maksaa osakkeista enemmän. Vilpillisyydestään huolimatta kukin valhe on *Kahanin* mielestä intuitiivisesti erilainen; esimerkiksi aie maksaa leluyksiköstä tietty hinta ei kuulosta ”oikealta valheelta” vaan pikemminkin tavalliselta neuvottelutaktiikalta. Aietta sotalelutuotannon jatkamisesta voi pitää valheena, mutta toisaalta myös hyväksyttävänä harhauttamisena kilpaillulla markkinalla. Sen sijaan tuloskehitystä koskeva lausuma näyttäisi alittavan hyväksyttävyyden rajat.

Arvopaperimarkkinoiden vastuusäännöksillä *Kahan* näkee olevan merkittävät vaikutukset yhtiön, neuvotteluosapuolten ja kilpailijoiden väliin suhtei-

siin. Ensi näkemältä näyttäisi *Kahanin* mukaan siltä, että vastuusäännökset asettaisivat julkiset yhtiöt epäedulliseen asemaan muihin, listaamattomiin yhtiöihin nähden, kun ne joutuvat tiedottamaan vain todenperäisistä asioista. Näin ei kuitenkaan ole, jos pörssiyhtiö käyttää vastuusäännöksiä strategiseksi edukseen kun vastapuolen ei tarvitse yrittää saavuttaa parempia ehtoja, kun se uskoo yhtiön puhuvan totta.⁴⁸⁸

Kahan strukturoi aluksi kaupalliset *valheet kohderyhmäyleisön* mukaan (”audience of a lie”) riippuen siitä, ketä oli aiottu johtaa harhaan: Ensimmäiseen kohderyhmäyleisöön kuuluvat ne tahot, joiden kanssa yhtiöllä tai johdolla on (tai on suunnitelmassa olla) sopimuksellinen tai sitä vastaava suhde. Näillä tahoilla tarkoitetaan yhtiön neuvottelukumppaneita (companies transactees), kuten yhtiön tavarantoimittajia, työntekijöitä sekä yhtiön arvopaperinhaltijoita. Toiseen kohderyhmäyleisöön kuuluvat tahot, joihin yhtiöllä ei ole tällaista suhdetta. Jälkimmäinen ryhmä vastaa sellaisia henkilöitä, joiden kanssa yhtiö kilpailee ainakin jollain alueella.

Seuraavaksi *Kahan* strukturoi kaupalliset *valheet luonteen* mukaan kahteen kategoriaan: (i) vääristelyt koskien ehtoja, joiden perusteella yhtiö on valmis aloittamaan yhteistyön valheen kohderyhmäyleisön kanssa sekä (ii) muun tyyppiset vääristelyt.⁴⁸⁹

Vaikka *Kahan* haluaisi antaa tilaa valheen käyttämiseen silloin kun on kysymyksessä eroteltavissa olevat, kilpailijoille suunnatut viestit, hän päätyy kuitenkin niiden täydellisen kieltämisen kannalle. Syynä ovat selvittämisen vaatimat resurssit sekä se, että sijoittajat eivät koskaan etukäteen tietäisi, onko lausuma kilpailijoille tarkoitettu (ja siksi epävarma) vai ei (ja siksi varma).⁴⁹⁰

Kahan tarkastelee valhetta kuitenkin ensi sijassa vain kilpailijanäkökulmasta. Hän ei uhraa mainintaa enempää tarkastelua informaation varallisuusnäkökohtaan, vaan ohittaa sen tarjoamalla yhtiölle selviytymiskeinoksi silkkää vaikenemista. Käytännössä tämä ei kuitenkaan aina ole mahdollista. *Kahanin* esimerkeissä oli kysymys siitä, että yhtiö itse oli valehtelussaan aloitteellinen ja omaehtoisesti antoi valheellisia tietoja aikeistaan. Valhe voidaan kuitenkin nähdä myös yhtiön hätäreaktiona, jolloin valheen olosuhdepiirteet muotoutuvat ulkoisista tekijöistä käsin.

Valhe eroaa harhaanjohtamisesta olosuhdepiirteidensä takia. Tällä tarkoitan sitä, että valheen julkituominen tapahtuu vuorovaikutteisen toiminnan kontingenttina, spontaanina tuloksena, kun taas harhaanjohtaminen on perusteltua omaehtoista, harkittavaksi katsottavaa toimintaa, joka sijoittuu hetkellistä tapahtumaa pidemmälle ajalle ja jota on sen vuoksi pidettävä moitittavana. *Valhetta ei ts. voi suunnitella, koska jos sitä suunnitellaan, se on pikemmin*

⁴⁸⁸ *Kahan*, 755.

⁴⁸⁹ Ibid.

⁴⁹⁰ *Kahan*, 795.

harhaanjohtavan tiedon suunnittelua. Valhe esiintyy siten aina vuorovaikutteisessa tilanteessa, usein toisen osapuolen provosoimana.

Kyseessä voi olla toisen osapuolen erehdyttämistarkoitus tai houkuttelemisen puhumaan tavalla, joka ei mahdollista vapaata harkintaa. Vastaaja ts. joutuu tilanteeseen, jossa hän ei voi vapaasti miettiä vastausta, joka tasapuolisesti huomioisi kaikkien edut, joita hänet on asetettu valvomaan.⁴⁹¹

Kyse on keskeisesti siitä, kumman on kannettava riski valheesta, sijoittajan vai yritysjohtajan. Sijoittajanko sen vuoksi, että hänelle kerrotaan valhe eikä hän saa tietää, mitä on meneillään, ja saattaa sen vuoksi perustaa ratkaisunsa väärille tiedoille, vai johdonko sen vuoksi, että pitkäaikainen toiminta yhtiön edun vuoksi saattaa valua hukkaan vain yhden erikseen annetun väärän tiedon vuoksi? Jos valheeseen johtanutta kysymystä ei olisi lainkaan esitetty, ei koko ongelmaakaan olisi syntynyt. Toisaalta johdolle saatetaan esittää vaikka kuinka monta tuulesta temmattua kysymystä. Jos oletetaan, että johto suostuu kysymyksiin vastaamaan, on todennäköistä, että jokin kysymys ennemmin tai myöhemmin on sellainen, johon johto joutuu antamaan väärän vastauksen eli valheen.⁴⁹²

Posner on vertaillut valheen aikaansaamia kustannusvaikutuksia ostajan ja valheellisen myyjän välillä.

”If the seller lies about his product, as distinct from merely failing to disclose negative information about it, his conduct is unlawful even if the buyer could unmask the lie at very low cost. This makes economic sense. A offers to sell B a box of candy. B asks A whether it is necessary to open the box to see whether there is candy, and A replies that it is not necessary, that B can take his word for it. So B buys the box without inspecting it, and when he gets home discovers that it contains cat food rather than candy. If the lie is not actionable, on the theory that B could easily have avoided its consequences by inspection, then the B’s of this world will have to inspect and the aggregate costs of inspection could be substantial. In contrast, the costs to A of not lying are zero and maybe even – – negative.”⁴⁹³

Tiedonantovelvollisuuden kohdalla ei aina (poikkeuksena arvopapereiden markkinointitilanne) kuitenkaan ole kysymys samanlaisesta ostajan ja myyjän välisestä kohtaamisesta kuin tuotemarkkinoilla tai sopimusoikeudessa muutoinkaan. Arvopaperimarkkinoilla on kuitenkin tavallista, että monista asioista

⁴⁹¹ Johto voi luonnollisesti aina kiertää kysymyksen vastaamalla esim. tuntevansa pörssin säännöt ja toimivansa niiden mukaan. Tämä ei kuitenkaan poista median mahdollisuutta spekuloida tiedolla.

⁴⁹² *Rapakko*, 199, ei tätä näkökantaa hyväksy, vaan katsoo, että esimerkiksi johdolle ei voitane sallia kieltää todellisuudessa käynnissä olevia yrityskauppaneuvotteluja. Hänen mukaansa yritysten täytynee pidättäytyä vastaamasta, kunnes julkistamiselle ei ole esteitä.

⁴⁹³ *Posner*, 112.

puhutaan erittäin tarkoin ilmaisin esimerkiksi kirjanpidollisten ilmausten osalta, mutta toisaalta hyvin yleisin lausumin, silloin kun on kyse yhtiön liiketoiminnan kuvaamisesta. Siksi valheella on erilaiset dimensiot, jos kyseessä on *yleinen valhe* tai jos kyseessä on *erityinen valhe*. Yleisesti asetettu kysymys voi osoittaa, että kysyjä ei ole uhrannut paljon resursseja tarkan ja yksityiskohtaisen kysymyksen esittämiseksi tarvittaviin tietoihin ja yrittää näin mahdollisesti itse hyötyä sellaisesta asiasta, jonka eteen toinen on puolestaan saattanut investoida paljonkin. Tällöin kysyjällä ei ole oikeutta saada arvoltaan vastaavaa vastaustakaan, ts. *yleensä kysyjällä ei ole oikeutta saada vastausta, jonka arvo on kysymyksen arvoa korkeampi*. Tällöin saatetaan vastauksena antaa yleinen valhe. Sen sijaan mitä spesifioidumpaan kysymykseen mennään, sitä moitittavampaa valheella vastaaminen on, koska silloin voidaan seuraukset laskea siitä, kuinka paljon työtä toinen (kysyjä)puoli on tehnyt turhaan, tai kuinka paljon hän menettää, jos saakin vastaukseksi väärän tiedon eli valheen. Tällöin vastaus saattaa olla erityinen valhe.

Toinen valheen kustannusvaikutuksia arvioiva laskentatapa perustuu valheen mahdollisiin seurauksiin. On ymmärrettävää, että valhe pienissä asioissa aiheuttaa vähäisemmät seuraukset kuin valhe suurissa asioissa.⁴⁹⁴ Mitä suuremmasta hankkeesta on kysymys, sitä lähemmäksi tullaan oikean tiedon vastausvelvollisuutta, koska vaikutukset yhtiön tulokseen voivat olla suuria.⁴⁹⁵ Valheen oikeudellinen arviointi ei siten voi perustua yksinomaan valheessa annettuun tietoon sinänsä, vaan se on asetettava suhteessa kysyjän ja vastaajan etuasemaan.

Valheen pääsääntöisellä kiellolla pyritään yleensä siihen, että säästetään toista osapuolta ryhtymästä kustannuksia vaativiin, itsesuojelullisiin varallisuuden varmistuksiin ja muihin toimenpiteisiin, joihin osapuolen olisi ryhdyttävä ellei oikeudellisia keinoja olisi olemassa.⁴⁹⁶ Kaikille sijoittajille suunnatussa informaatiossa (esimerkiksi tiedotustilaisuudessa annettussa) valhe muodostaa kuitenkin ongelmia sijoittajien tasavertaisuuden näkökulmasta. Ammattisijoittajat, jotka ovat hyvin perehtyneet johdon kielenkäyttöön, osaavat lukea paremmin valheen nyansseistakin vihjeitä, kun taas yksityissijoittajat eivät välttämättä.⁴⁹⁷

⁴⁹⁴ Jokainen tuntee käsitteen *valkoinen valhe*, jolla tarkoitetaan valhetta, josta ei kenellekään aiheudu materiaalista vahinkoa. Nämä on tässä tutkimuksessa jätetty kuitenkin selvittämättä, koska ne voivat liittyä enemmänkin toiseen tieteenalaan ja vaikka niillä voi olla yhteys valehtelijan aikaansaamaan luottamuksen menettämismahdollisuuteen.

⁴⁹⁵ Vahingon määrää arvioitaessa on huomioitava toisaalta valheen arvo yhtiölle ja toisaalta osakkeiden hinnan sekä määrän vaihtelu.

⁴⁹⁶ Posner, 110.

⁴⁹⁷ Ibid. Kulutustavarapuolella Posner ei näe olevan vastaavaa eroa yritysten ammatillisäänostajien ja toisaalta tavallisten kuluttajien välillä, koska kuluttajia pidetään ammatillisina juuri kulutustavaroiden ostamisessa. Kulutustavaratuotteissa suurempi ongelma on Posnerin mukaan vaikeus kehittää tehokkaita oikeudellisia keinoja silloin kun kaupalliset transaktiot ovat arvoltaan pieniä. – Tämä ajattelu ei kuitenkaan ainakaan sellaisenaan sovellu suomalaisen kuluttajaoikeuteen.

Pörssiyhtiön toimitusjohtajan voi siten joskus olla pakko antaa väärä vastaus eli valhe. Jos johto kysyttäessä tyystin vaikenee, vastaamatta jättämisestä tehdään helposti johtopäätöksiä. Jos pörssiyhtiön edustajalle esitetään vireillä olevasta suunnitelmasta oikeaan osunut, mutta ennenaikainen kysymys, voidaan saada vastaus, että mitään konkreettista ei ole tekeillä. Harvoin yhtiö etukäteen ilmoittaa, että kysymykseen vastataan valheella. Normit eivät suoraanaisesti kiellä, mutta eivät myöskään erikseen salli valehtelua. Käytännön tilanteet ovat kuitenkin erilaisia.

UPM-Kymmenen toimitusjohtaja Juha Niemelä varasi maaliskuussa 1997 itselleen tarvittaessa oikeuden valehdella, mikäli häneltä tiedustellaan keskeneräisistä toimialajärjestelyistä. Niemelältä kysyttiin yhtiön tilinpäätöksen julkistamistilaisuudessa, onko hänellä tiedossaan neuvotteluja, jotka muuttaisivat UPM:n hienopaperiteollisuuden asemaa jollakin tavalla. Niemelä vastasi: ”Ei ole. Ja vastaisin samalla tavalla, jos olisikin.”⁴⁹⁸

Volvon pääjohtaja Leif Johansson valehteli enemmän tai vähemmän tietoisesti kun häneltä kysyttiin Volvon strategiaa.⁴⁹⁹ Johansson valehteli 1998 julkiselle sanalle, että toteutunut Daimler–Chrysler-fuusio pikemmin vahvisti kuin heikensi Volvon mahdollisuuksia toimia yksinäisenä autonvalmistajana, vaikka hän tosiasiassa toimi juuri samaan aikaan toimialafuusion puolesta. Perusteluna lausunnolleen Johansson myöhemmin totesi, että toisenlainen lausunto olisi tuolloin johtanut organisaation, alihankkijoiden ja jälleenmyyjien levottomuuteen, jolla olisi ollut vakavia taloudellisia seurauksia. Hän vertasi lausuntoaan keskuspankin johtajan kieltoon mahdollisesti tulevasta devalvaatiosta.

Edellä mainituista esimerkeistä on nähtävissä, että valheella voi olla erilaisia olosuhteita ja siksi niitä tulisi myös arvioida eri tavoin. Johanssonin tapauksessa johto ei ainoastaan valehdellut vaan antoi myös harhaanjohtavaa informaatiota eduntavoittelutarkoituksessa. Johanssonin antama informaatio oli uutta (eli että Volvon asema vahvistuisi yksinäisenä valmistajana kilpailijoiden fuusioituessa). Lausuman perusteella sijoittaja saattoi luoda itselleen käsityksen Volvon toisenlaisesta tulevaisuudesta kuin minkä eteen johto tosiasiassa ja parhaillaan teki työtä. Niemelän valehtelu taas tapahtui ilman harhaanjohta-

⁴⁹⁸ Helsingin Sanomat 7.3.1997: *Pörssiyhtiö voi myös valehdella*. – Niemelän voidaan tässä tulkita myös sanoneen, ettei hän kommentoi kysymystä.

⁴⁹⁹ Veckans Affärer 15.3.1999: *Volvochef med rätt att ljuga*. Keväällä 1998 Johansson, joka oli vuotta aiemmin tullut Volvon toimitusjohtajaksi, näki, ettei Volvon henkilöautoyksiköllä ollut pitkällä tähtäimellä mahdollisuutta selviytyä yksin. Hän aloitti prosessin, jonka tuloksena Volvo Henkilöautot liitettiin osaksi Fordia. Keskeinen sysäys yhdistymiselle oli Daimler–Chryslerin fusio. Johansson totesi yhtiökokouksessa Ford-kaupan jälkeen, että elleivät kaksi maailman huippumerkkiä nähneet mahdollisuuksia toimia tulevaisuudessa yksin, kuinka Volvo siihen kykenisi.

vuotta ja oli puolustettavissa, koska hän ei itse aktiivisesti myötävaikuttanut uudenlaisen, yhtiöntietoon perustuvan käsityksen syntymiseen eikä tarjonnut aktiivisesti aineksia uudelle ajattelulle.

Valhe voi näin ollen olla arvopaperimarkkinoilla hyväksyttävää,

- (i) *jos se syntyy spontaanisti vuorovaikutustilanteessa,*
- (ii) *jos se ei sisällä vanhan tiedon aktiivista korvaamista uudella tiedolla,*
- (iii) *jos se tapahtuu puolustautumistarkoituksessa yhtiön edun turvaamiseksi,*
- (iv) *jos se koskee valmistelun alaisia asioita, ja*
- (v) *jos se oikaistaan ilman aiheetonta viivytystä, kun julkistamisen selvästi aiheuttama haitta on poistunut.*

Tämä merkitsee kiteytettynä käytännössä em. tekijöiden lisäksi sitä, että ollakseen hyväksyttävää valehtelun on oltava lyhyttä vastaamista asetettuun kysymykseen.

Edellä esitetystä aukeaa kiintoisa näkökohta, nimittäin kysymys siitä, voiko vastaus olla valhe, jos vastaaja ei tiedä asian oikeaa laitaa. Asiaa saattaa valaista seuraava esimerkki:

KKO:1999:32. Telakkayhtiön jouduttua maksuvaikeuksiin yhtiön omistajat, rahoittajat ja valtio olivat sopineet yhtiön toiminnan rahoittamisesta tilattujen alusten rakentamisen turvaamiseksi. Kauppa- ja teollisuusministeriö oli antanut julkisuuteen sopimusta koskevan tiedotteen, jossa todettiin alusten rakennusaikaisen rahoituksen olevan turvattu. Ministeriön kansliapäällikkö, joka oli myös telakkayhtiön hallituksen puheenjohtaja, oli rahoitussopimukseen viitaten kehottanut aluksen tilaajaa, Birka Line Ab:ta suorittamaan aluksen kauppahinnan maksuerän, joka telakkayhtiön jouduttua konkurssiin oli jäänyt tilaajan vahingoksi.

Kansliapäällikkö oli Birka Linen edustajien kanssa 4.9.1989 tapahtuneessa tapaamisessa – nimenomaan rahoitussopimukseen vedoten vakuuttanut, että kauppahinnan toisen erän maksaminen oli riskitöntä ja luvannut, että alus rakennetaan valmiiksi. Birka Line Ab oli saanut jäljennöksen rahoitussopimuksesta. Yhtiön edustajille oli muodostunut käsitys, että valtiolta kaikkine resursseineen oli taannut rahoitussopimuksen. Birka Line Ab katsoi valtion taholta saaneensa paitsi yleistä myös erityistä harhaanjohtavaa tietoa.

Birka Line Ab katsoi, että vahinko oli aiheutettu julkista valtaa käytettäessä vahingonkorvauslain 3 luvun 2 §:ssä tarkoitetulla tavalla. Birka Line Ab vaati, että valtio veloitettaisiin suorittamaan sille vahingonkorvauksena 28 500 000 markkaa korkoineen.

Kärajaoikeus katsoi päätöspäätöseläisyyksensä omalta osaltaan, että koska sopimus Wärtsilä Meriteollisuus Oy:n jatkotoiminnan rahoittamisesta ja tuota sopimusta selostava tiedonanto sekä KTM:n kansliapäällikön erityinen ilmoitus kantajalle oli kuitenkin *valmisteltu ottamatta riittävästi selkoa yhtiön tuonhetkisestä tosiasiallisesta taloudellisesta tilasta* ja en-

nakoiduista tappioista ja tiedonannon sekä ilmoituksen sisältö oli sitten yhtiön jouduttua konkurssiin osoittautunut *paikkansapitämättömäksi* ja kun valtion viranomaisten oli katsottava puheena olevalla laiminlyönnillään syyllystyneen tuottamukseen, niin ja kun Wärtsilä Meriteollisuus Oy:n sopimuskumppaneilla oli ollut perusteltu syy luottaa tiedonannon sisältöön ja tehdä taloudelliset ratkaisunsa sen perusteella ja kun näin oli erittäin painavia syitä puhtaan varallisuusvahingon korvaamiselle sekä kun muutkin vahingonkorvausvastuun edellytykset olivat käsillä, käräjäoikeus, hyväksyen kanteen, velvoitti valtion maksamaan Birka Line Ab:lle vaaditut 28 500 000 markkaa korkoineen.

Äkkiseltään tuntuisi, että jos ei tiedä asian oikeaa laitaa, kuinka voisi valehdella kun ei itsekään tiedä, onko valhe valhe vai totuus. Ongelma ei oikeudellisesti tätä kautta ratkeakaan, vaan osapuolten roolien kautta. Vastaaja asettuu vapaaehtoisesti kysyttäessä asemaan, jolta vastausta odotetaan, jolloin myös valheesta/väärästä tiedosta aiheutuu vastuu. Jos Birka Linen tapausta verrataan nyt edellä esittämiini arvopaperimarkkinoilla hyväksyttävän valheen tunnuspiirteisiin, voidaan havaita, että kansliapäällikön esittämä tieto ei syntynyt spontaanisti vuorovaikutustilanteessa, vaan ainakin osittain valmisteltuna, se sisälsi vanhan tiedon korvaamisen uudella, koska juuri siksi tapaaminen oli järjestetty, eikä se tapahtunut minkään erityisen edun suojaamistarkoituksessa, eikä se koskenut valmistelun alaista asiaa, vaan päätettyä toimintalinjaa.

Johdolla on monta tapaa kiertää vastaaminen asetettuun kysymykseen. Kukin vastaus tuottaa oikeudellisilta seuraamuksiltaan erilaisen lopputuloksen sen mukaan, millä tavalla vastaus on muotoiltu suhteessa kysymykseen. Myös sama vastaus eri tilanteessa tai eri yleisölle voi tuottaa erilaiset vastuut. Tällöin on otettava huomioon *sekä rooli että tilanne*, jossa yhtiön johtohenkilö kulloinkin puhuu.

Pääjohtaja Juhani Pesonen toteutti Wihurissa⁵⁰⁰ 1970-luvun lopussa voimakasta tervehdyttämisohjelmaa. Yhdessä huoneessa hän kävi neuvotte-luja yksikön myymisestä ja mahdollisista tulevista irtisanomisista ja naapurihuoneessa hänen piti valaa uskoa ja kannustaa saman yksikön johtoa ponnistelemaan paremman tuloksenteon ja tulevaisuuden hyväksi. Jos toiminta olisi tullut oikeudelliseen tarkasteluun, se olisi ollut hyväksyttävää, koska johdon roolin mukaisena tehtävänä oli ajatella ensi sijassa yhtiön etua.

Pesosen piti pitää yksikön tuloksenteekokyky mahdollisimman hyvänä, jotta yksiköstä saataisiin myytäessä hyvä hinta. Toisaalta hänen piti taiteilla sanoillaan keskustellessaan yksikön johdon kanssa. Jos hän olisi antanut yksikön johdon kysyessä ymmärtää, että jos he tekevät hyvän tuloksen, ei irtisanomisia tule eikä yksikköä myydä, olisiko hänen toi-

⁵⁰⁰ Wihuri Oy on yksityinen yhtiö, mutta kustannusperiaatteen näkökulmasta ei ole eroa siviili- ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen valehtelun välillä, toisin sanoen, onko yhtiö noteerattu vai ei.

mintansa ollut hyväksyttävää? Kyllä, koska yksikön johdon olisi tullut olla perillä taloudellisista tosiasioista. Vastaus olisi kuitenkin ollut ei, jos hän olisi vastannut samoin henkilöstön tilaisuudessa, koska henkilöstölle asian todellisen laidan selvittäminen olisi ollut kallista, ellei peräti mahdotonta. Lisäksi henkilöstöllä oli oikeus luottaa johdon puheeseen. Henkilöstöltä ei olisi voinut odottaa vastaavaa tietoa kuin yksikön johdolta. Moitittavuutta ei olisi ilmennyt kuitenkaan silloin, jos hän olisi antanut median ymmärtää saman kuin yksikön johdon, koska media on kaupallisesti toimiva yritys, jolla on omat resurssit ja lähteet selvittää yhtiön taloudellista tilaa.

Yhtiökokoustannekaan ei rooli- ja tilannetarkastelun osalta muodosta poikkeusta, vaikka siinä hallituksen tehtävä on katkolla ja samalla päätetään vastuuvapaudesta. Näin siitä huolimatta, että yhtiökokous on oikeastaan ainoa tilanne, jossa osakkeenomistaja voi esittää kysymyksensä suoraan johdolle.⁵⁰¹ Jos yhtiökokouksessa osakkeenomistaja esittää kysymyksen vireillä olevasta suunnitelmasta, toimitusjohtaja voi antaa harkitusti väärän vastauksen, edellyttäen, ettei kysymys koske toimitusjohtajaa itseään eikä se liity johdolle mahdollisesti syntyvään henkilökohtaisen etuuteen.

Tämän kannanoton perustelu liittyy paitsi em. hyväksyttävän valheen tunnuspiirteisiin myös johdon ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen. Sijoittaja on asettanut johdon ajamaan yhtiön etua. Se, että sijoittaja voi saada yhtiökokouksessa kysyttäessä vastaukseksi valheen, merkitsee johdon näkökulmasta ”vain” valintaa anonyymien osakkeenomistajasukupolvien välillä: ne, jotka ostavat tai myyvät yhtiön osakkeita, eivät tiedä, että tekevät sitä valheelliseen tietoon perustuen, mutta eivät myöskään toiset osakkeenomistajat pääse siitä hyötymään. Totta on, että tällöin osakkeen hinnanmuodostus perustuu markkinoilla osaksi valheeseen, mutta toisaalta hinnanmuodostus ei muutoinkaan koskaan perustu täydelliseen tietoon johdon ja sijoittajien informaatioasymmetrian vuoksi.

Toinen seikka, joka tässä yhteydessä ansaitsee erityistä huomiota on johdon toiminta yhtiön edun nimissä.

KKO:1986-II-29. Paltamossa, Pentti H P Oy:n toimitusjohtajana ja hallituksen jäsenenä sekä Senja H yhtiön hallituksen puheenjohtajana olivat lääninverovirastolle kuukausittain yhtiön edellisen kalenterikuukauden aikana työntekijöilleen maksamista palkoista, toimitetuista ennakonpidätyksistä ja maksettavista työnantajan sosiaaliturvamaksuista tehtäviin ilmoituksiin merkinneet ne todellista pienemmiksi ja siten tahallaan vääriä tietoja antamalla pidättäneet valtiolta huhti-, touko- ja elokuulta

⁵⁰¹ Osakkaan kyselyoikeudesta ks. esim. *Airaksinen – Jauhiainen*, 151 ss. Tässä on käsitelty lähinnä tilannetta, jossa osakas ei epäile johdon syyllistyvän valehteluun eikä vaadi erillistä tilintarkastajan selvitystä asiasta.

1980 sekä heinä- ja joulukuulta 1981 ennakonpidätyksiä yhteensä 277 617 markkaa ja työnantajan sosiaaliturvamaksuja yhteensä 63 383 markkaa.

Pentti H oli yhtiön puolesta 1980 ja 1981 vuosivalvontailmoituksissa kuitenkin omatoimisesti ilmoittanut maksetut palkat, niistä suoritettavat ennakonpidätykset ja työnantajan sosiaaliturvamaksut oikein. Virheellisten tietojen antaminen kuukausivalvontailmoituksissa *oli johtunut yhtiön maksuvaikeuksista ja niiden tarkoituksena oli ollut maksuajan saaminen.*

Pentti ja Senja H olivat näin ollen tahallaan vääriä tietoja antamalla pidättäneet valtiolta ne määrät, jotka heidän olisi tullut ennakoperintälain 19 §:n ja työnantajan sosiaaliturvamaksusta annetun lain 5 §:n mukaisesti suorittaa valtiolle määräaikoina ja olivat he siten syyllistyneet veropetokseen. Se seikka, että he olivat myöhemmin vuosi-ilmoituksessa oma-aloitteisesti ilmoittaneet maksamansa palkat oikean suuruisina, ei poistanut jo täytettyä veropetosrikosta.

Veropetosta Pentti ja Senja H *eivät olleet tehneet vapautuakseen verosta ja sosiaaliturvamaksusta, vaan saadakseen lykkäystä niiden suorittamiseen.* Tähän nähden ja huomioon ottaen muut rikokseen johtaneet ja siitä ilmenevät seikat verorikosta oli, pidätetyn veron ja maksun suuruudesta huolimatta, pidettävä vähäpätöisenä. Rikoksen teko oli sekä Pentti ja Senja H:n kohdalta johtunut anteeksi annettavasta ajattelemattomuudesta. He olivat vuosi-ilmoituksissa korjanneet virheelliset kuukausi-ilmoitukset omasta aloitteestaan. Pentti ja Senja H olivat myöhemmin suorittaneet lääninverovirastolle valtiolta veropetoksella pidättämänsä määrän veronlisäyksineen ja -korotuksineen.

Esittelijän kanta oli ollut jatketusta veropetoksesta kaksi kuukautta ehdollista vankeutta sekä toiseen kertaan suoritettava lääninverovirastolle veropetoksella valtiolta pidätetty ennakonpidätysmäärä 277 617 markkaa 5 prosentin korkoineen. Korkein oikeus tuomitsi jatketusta veropetoksesta Pentti H:n ja Senja H:n maksamaan sakkoa mutta katsoi, ettei yleinen etu vaatinut ennakoperintälain 62 §:ssä säädetyn korvausvelvollisuuden tuomitsemista kaksinkertaisena siitä aiheutuvine 277 617 markan rangaistuksenluonteisine seuraamuksineen. Äänestys 3–2.

Edellä olevan esimerkin veropetosseuraamusten arvioinnista ilmenee, että johdon toiminta yhtiön edun mukaisesti on lieventävä asianhaara, jos tarkoitukseen ei ollut jättää väärää asiointilaa pysyväksi, vaan oikaistavaksi kohtuullisen ajan kuluessa.⁵⁰² Samoin valheen ei voida sallia jäävän pysyväksi olotilaksi arvopaperimarkkinoilla, vaan on se jollain toisella tiedolla osoitettava vääräksi siten, ettei epäilystä asian todellisesta laidasta enää esiinny.

⁵⁰² Vrt. myös *Kahan*, 761, ”even though a misstatement is in the best interest of shareholders as a group, the issuer can still be liable to individual shareholders who suffered losses in trading their securities”.

5.3.3 Tietovuodon, markkinoilla olevan väärän tiedon ja huhun korjaamisvelvoite

”Jos pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskija saa tietoonsa, että tieto, joka toteutuessaan kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin, on vuotanut ennen julkistamista, liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava asiantilaa koskeva tiedote.

Mikäli julkisuudessa on pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijasta lähtöisin olevia liikkeeseenlaskijaa koskevia vääriä tai harhaanjohtavia tietoja, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen, liikkeeseenlaskijan on julkistettava asiaa koskeva tiedote.

Mikäli julkisuudessa on pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevia tietoja, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen, liikkeeseenlaskija arvioi, onko sen julkistettava tiedote, jotta sijoittajilla on käytettävissään riittävä ja oikea tieto pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijasta ja pörssiarvopaperista. Pörssi voi perustelusta syystä edellyttää, että liikkeeseenlaskija julkistaa asiaa koskevan tiedotteen.”⁵⁰³

Huhuista ei virallismääräyksissä ole erikseen mainintaa. Jokaisen markkinaosapuolen pitää markkinaluottamuksen säilyttämiseksi pyrkiä välttämään antamasta aihetta väärinkäsitysten ja huhujen syntymiseen puhumattakaan, että itse levittäisi niitä. Tämän velvoitteen sisältö on arvioitava tapauskohtaisesti kunkin markkinaosapuolen roolin mukaisen toiminnan ja voimassaolevien säännösten näkökulmasta.

Samassa yhteydessä kun arvopaperimarkkinarikoksia pohtinut komitea ehdotti virheellisen tai harhaanjohtavan tiedon antamista rangaistavaksi, se ehdotti perusteluosassaan, että rangaistavaksi olisi niin ikään otettu myös ”virheellisten huhujen levittäminen arvopaperipörssissä ja muilla markkinapaikoilla tai julkisille tiedotusvälineille osoitetussa aineistossa”. Säännöksen haluttiin koskevan lähinnä arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivia ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijoiden edustajia.⁵⁰⁴ Vaikka ehdotusta ei hyväksytty, se osoittaa, että asialla on nähty olevan merkitystä.

Huhu voi siis olla paitsi virheellinen, myös paikkansa pitävä tieto. Rikoslaki-projektimietinnön mukaan kuitenkin vain virheellisen huhun levittäminen olisi tullut kieltää, kun taas paikkansa pitävän huhun levittäminen olisi ollut sallittua. Tämä osoittaa, kuinka lähelle huhu käsitteellisesti tulee markkinoilla olevaa väärää tietoa. Markkinoilla oleva väärä tieto on syntynyt jonkun toimesta, ilman että yhtiö olisi tällaista virheellistä tai harhaanjohtavaa tietoa antanut. Markkinoilla oleva väärä tieto tai sen levittäminen on yleensä kuitenkin helpommin osoitettavissa, kuten seuraavasta esimerkistä käy ilmi.

⁵⁰³ HAOS A4.22–4.23.

⁵⁰⁴ Rikoslakiprojektimietintö, 19. – Tässä kuitenkin tarkastellaan ensisijaisesti sitä, miten yhtiön tulee suhtautua siitä itsestä levitettyihin huhuihin, ei niinkään sitä, milloin yhtiö itse levittää huhuja, vaikka tämäkin mahdollisuus on otettava huomioon.

KKO: 1991:79. Apu-lehdessä oli lastenvaunuja esiteltyt artikkeli, joka oli laadittu siihen muotoon, että se oli antanut lukijalle käsityksen puolueettomasta lastenvaunujen testistä. Arvostelu oli ollut valittajan merkin osalta varsin murskaava eikä valittajaan artikkelia laadittaessa ollut otettu yhteyttä. Artikkelin oli ollut hyvän lehtimiestavan vastainen ja puolueellinen. Myös JSN oli katsonut Apu-lehden rikkoneen hyvää lehtimiestapaa ja antanut sille huomautuksen. Käräjäoikeus oli katsonut, että vastaajat olivat artikkelin valmistautessaan menettäneet huolimattomasti ja varomattomasti sekä yleisöä harhaanjohtavasti aiheuttaen siten tuottamuksellisesti maahantuojalle vahinkoa, joka heidän oli lain mukaan korjattava.

Korkein oikeus katsoi lisäksi näytetyksi, *ettei toimittaja ollut ottanut selvää* jutussa mainittujen seikkojen taustoista eikä tehnyt selkoa arvosteltujen vaunuominaisuuksien riippuvuudesta saksalaisista turvallisuusnormeista ja niiden merkityksestä. Tämäkin oli ollut omiaan antamaan harhaanjohtavan kuvan Fischer-lastenvaunujen ominaisuuksista. Kielteisen kuvan syntyyn oli lisäksi myötävaikuttanut näistä vaunuista käytetty väheksyvä esitystapa.

Kirjoitus oli julkaistu *laajalevikkisessä* lehdessä ja se oli muodostanut näkyvän osan lehteen sisältynyttä kokonaisuutta. Kirjoitus oli levinnyt lastenvaunuja myyviin liikkeisiin ympäri maan. Selvitystä oli myös siitä, että kirjoitusta oli hyödynnetty myynnin edistämiseksi kilpailijaliikkeissä ja että sillä oli ollut suoranaista vaikutusta yleisön asenteisiin ja ostoihin. Toimittajan kirjoitusta laatiessaan ja päätoimittajan salliessaan sen julkaisemisen olisi tullut ottaa huomioon, että kirjoitus tulisi saamaan laajaa julkisuutta ja että se harhaanjohtavana ja epäasiallisena saattaisi aiheuttaa suurtakin vahinkoa.

Tuotteiden julkinen esittäminen ja arvosteleminen on sinänsä luvallista ja kannatettavaakin edellyttäen, että tämä tapahtuu asiallisesti ja puolueettomasti. Sitä vastoin ei voida pitää hyväksyttävänä, että joukkotiedotusvälineissä saataisiin seurauksetta hyvää lehtimiestapaa rikkoen harhaanjohtavasti ja asiattomasti arvostella elinkeinonharjoittajan tuotteita ja siten olosuhteissa, joissa vahingon synty on ilmeistä, vahingoittaa tämän varallisuusasemaa. Langettava tuomio äänin 4–1.⁵⁰⁵ [Kursivointi tässä.]

Arvopaperimarkkinoilla huhu liittyy usein intressien hankkimiseen tai suojelemiseen.⁵⁰⁶ Markkinoilla voi liikkua yhtiön toiminnasta huhuja, jotka eivät pidä paikkaansa. Yhtiö ei aina tiedä kaikista sitä koskevista huhuista eikä voida olettaa, että yhtiö edes alkaisi tutkia kaikkien huhujen motiivia. Jotta yhtiö voisi vaikuttaa tehokkaasti huhujen aiheuttamiin ongelmiin, ei riitä, että se kommentoi niitä,

⁵⁰⁵ Vrt. *Tiilikan*, 310 ss., tapauskommentti.

⁵⁰⁶ Juoru (tai tässä tapauksessa huhu) on *Painen*, 278–285, mielestä prosessi, jossa juoruaja levittää sellaista tietoa, jota toivoo tiettyjen ihmisten omistavan – niin että hänen, ei heidän, määritelmänsä [kohteena olevan ihmisen] tilanteesta olisi päällimmäisenä. Käännös Koskinen 2000, 77. – Lisätarkastelukulma juoruun on, että juorusta tulee median näkökulmasta tiedonvälitystä heti, jos joku arvioi kriittisesti median toimintaa sananvapauden kielteisistä ilmiöistä.

vaan yhtiön olisi myös tiedettävä, mistä huhut tulevat ja mihin niillä pyritään.

Yhtiö ei voi kuitenkaan dementoida kaikkia virheellisiä tietoja. Jos yhtiö totuttaa median siihen, että se aina dementoi väärät tiedot, niin miten yhtiö toimii silloin, kun tieto onkin oikea? Jos huhu onkin oikea, media tietää heti, että huhu on oikea, jos sitä ei ole dementoitu. Virheellisten tietojen jatkuva korjaaminen antaa medialle vahvemman aseman tiedon julkistamisessa ja vaikeuttaisi yhtiön toimintaa, kun sen liikkeet olisivat helposti luettavissa. Media ja kilpailijat puolestaan voisivat toimia siten, että ne laskevat liikkeelle vääriä huhuja ja katsovat, mitkä huhut yhtiö dementoi ja mitkä ei, tai ne voisivat ottaa huhun liikkeessä yhteyden pörssiin kysyen, miksi pörssi ei vaadi yhtiötä kommentoimaan huhuja. Dementoimattomista huhuista voisi näin päätellä yhtiön tulevaa toimintaa.

Tällä tavoin voi joku yrittää käyttää valvontaviranomaisia hyväksi. Tällaisen toiminnan nimittäminen suoralta kädeltä viranomaisen harhauttamiseksi ei ole kuitenkaan kelpo ratkaisu, koska se saattaisi vähentää joskus tarpeellisten vihjeiden saamista markkinoilta. Tällaisessa tilanteessa ei markkinaavalvoijalla ole muuta mahdollisuutta kuin dokumentoida ja verifioida tilanne yhtiön kanssa tapahtuvassa yhteydenpidossa myöhemmin mahdollisesti tapahtuvaa jälkiselvittelyä varten.

Median levittämien virheellisten tietojen tai huhujen kiistäminen on toisinaan turhaa, koska tieto, jonka media on levittänyt, on jo aiheuttanut vahingon eikä oikaisun⁵⁰⁷ lähettäminen, vaikka media sen suostuisi julkaisemaan, saa enää mahdollista vahinkoa korjatuksi [vrt. median levittämien virheellisten tietojen ja sananvapauden suhdetta, luku 8.7].

Helsingin Sanomat julkaisi laajan uutisen Euroopan suurimman matkapuhelinoperaattorin Vodafonon tuloksesta. Hyvänä uutisena pidettiin yhtiön ilmoitusta lisätä laiteinvestointeja 45 prosenttia edelliseen vuoteen verrattuna. Uutisen yhteydessä lehti mainitsi Ericssonin olevan Vodafonon suurin kolmannen sukupolven verkkojen toimittaja. Nokia ei lehden mukaan rakenna yhtiölle verkkoja, mutta sille kolmannen sukupolven käynnistyminen voisi tietää puhelinmyynnin kasvua.⁵⁰⁸

Tosiasiassa Vodafone on Nokian suuri asiakas. Seuraavana päivänä Helsingin Sanomat oikaisikin virheensä ja kertoi Nokian toimittaneen Vodafone-ryhmälle matkapuhelinverkkoja kymmeneen maahan ja kolmannen sukupolven verkkoja viiteen maahan. Oikaisu julkaistiin 11 rivillä kuolinilmoitusten viereisellä palstalla ilman otsikkoa. Muut oikai-

⁵⁰⁷ Oikaisuoikeuden edellytyksenä on oikaisuoikeutettuna itseään pitävää tahoa tai sen toimintaa koskeva virheellinen tieto. Esitettyä viestiä tulisi voida objektiivisin perustein pitää virheellisenä. Vastaavasti oikaisuksi tarkoitetun viestin tulisi sisältää sellaiset virheellisen tiedon oikaisemiseksi tarpeelliset seikat, joita objektiivisin perustein voidaan asiassa pitää tosina. HE 54/2002, 63–64.

⁵⁰⁸ Helsingin Sanomat 29.5.2002.

sut koskivat mm. A-Klinikkasäätiön apulaisjohtajan ammattinimikettä ja sitä, että Korkeavuorenkadulla sijaitseva Hepsankeikka-niminen liike ei ole kirpputori.⁵⁰⁹

Yhtiön vaatima oikaisu ei enää muuttanut median virheellisesti antamaa tietoa. Vaikutelma oli kuitenkin markkinoilla jo syntynyt ja aiheutti yhtiöön lukuisia puhelinsoittoja, joissa yhtiö joutui korjaamaan median virhettä. Yhtiö joutuu näin ollen kärsimään vahingon, vaikka se oli aiheutunut ilman yhtiön myötävaikutusta ja vaikka tieto olisi ollut toimittajan tarkistettavissa yhdellä puhelinsoitolla.⁵¹⁰

Väärän tiedon esiintyminen sinänsä ei laukaise yhtiön korjaamisvelvoitetta. Korjattavalta väärältä tiedolta on edellytettävä muitakin ominaisuuksia kuin pelkästään sitä, että se on väärä.⁵¹¹ Ennen kuin yhtiötä voidaan vaatia korjaamaan väärä tieto, on tiedolta vähintään vaadittava samoja ominaisuuksia kuin muiltakin tiedonantovelvollisuuden perusteella edellytettäviltä tiedoilta. Väärällä tiedolla täytyy olla olennainen vaikuttamisominaisuus osakkeen arvoon.

Sen sijaan jos markkinoilla liikkuu tietoa, joka perustuu yhtiön itsensä julkaisemiin pienehköihin väärin tietoihin, yhtiön tulisi korjata tieto ilman valvontaviranomaisen tai pörssin vaatimusta.⁵¹² Myös *Samuelsson* on katsonut Tukholman pörssin sääntöjen yleislausekkeen vaativan, että yhtiöllä on velvollisuus korjata sellainen markkinoilla oleva virheellinen informaatio, jonka yhtiö on itse julkistanut, kuten esimerkiksi virheet osavuosikatsauksessa.⁵¹³

Myöskään Yhdysvalloissa oikeuskäytännön mukaan huhuja ei tarvitse korjata tai vahvistaa, ellei yhtiö itse ole antanut niihin aihetta.⁵¹⁴ Yhtiö voi antaa aihetta huhuihin jo pelkästään siten, että se toteaa analyytikon yhtiöstä tekemän analyysin olevan oikea tai yhteneväinen yhtiön oman näkemyksen kanssa. Toisaalta aiheen syntymiseksi ei katsota, jos yhtiö vain tarjoaa historiallisia numerotietoja tai korjaa analyysiluonnoksen faktojen epätarkkuuksia.⁵¹⁵

⁵⁰⁹ Helsingin Sanomat 30.5.2002.

⁵¹⁰ Tästä on esimerkkinä myös Soneran Saksan UMTS-lupaa käsitellyt television ajankohtaisohjelma, jossa virheellisesti ilmoitettiin Soneran panostusten Saksaan olleen moninkertaiset siihen, mitä ne todellisuudessa olivat. Ks. luku 4.5.2.

⁵¹¹ Esimerkiksi jos media julkaisee tiedon, jonka mukaan sidotun pääoman tuotto on 31 % kun yhtiön ilmoittama oikea luku oli 13 % ja media oli kiireessä kirjoittanut väärin, ei yhtiöllä ole korjausvelvoitetta, *Samuelsson*, 149.

⁵¹² *Samuelsson*, 149–150, on vertaillut Yhdysvaltain ja Englannin huhuja koskevia säännöksiä ja todennut niiden noudattavan samaa mallia.

⁵¹³ *Samuelsson*, 202.

⁵¹⁴ *State Teachers Retirement Board v. Fluor Corp.*, 654 F. 2nd 843, 850 (2nd Cir. 1981), vrt. uudempi tapaus *Raab v. General Physics Corp.*, 4 F. 3d 286, 288 (4th Cir. 1993).

⁵¹⁵ Esimerkiksi *Elkind v. Liggett & Myers, Inc.* 635 F. 2d 156, 163 (2nd Cir. 1980) – Ks. myös *Steinberg* 2001b, 272.

Yleensä huhuilla on arvopapereiden yhteydessä lähinnä tarkoitettu ennen aikaisesti markkinoille vuotanutta tietoa yhtiössä valmisteilla olevasta seikasta, piti se sitten paikkansa kokonaan tai osittain. Mikäli yhtiö katsoo, että sille on syntymässä ylivoimainen este tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseksi, se voi hakea poikkeuslupaa Rahoitustarkastukselta.

Poikkeuslupan myöntämisen edellytyksenä on 2 luvun 11 §:n 1 momentin mukaisesti, ettei poikkeus vaaranna sijoittajien asemaa. Tällöin joudutaan tilanteeseen, jossa säännöksen mukaan on asetettava vastakkain yhtäältä sijoittajien intressit ja toisaalta yhtiön intressit. Rata on poikkeuslupia käsitellessään käytännössä tehnyt olettamuksen, että pääsääntöisesti julkistamaton tieto vaarantaa aina sijoittajien asemaa.⁵¹⁶ Tämän olettamuksen johdosta poikkeuksia jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta on myönnetty erittäin harvoin.⁵¹⁷

Ratan kannanoton⁵¹⁸ mukaan poikkeuslupa julkistamisvelvollisuudesta voidaan myöntää esimerkiksi silloin, kun julkistettava tieto vaarantaisi yhtiön mahdollisuudet toteuttaa suunniteltu yrityskauppa tai vahingoittaisi yhtiötä saattamalla sen kilpailijoiden tietoon kilpailun kannalta tärkeitä tietoja. Tätä kautta muutoin julkistettava tieto saattaisi aiheuttaa olennaista haittaa yhtiölle tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvalla yhtiöllä. Rata ottaa siis huomioon myös konserniyhtiölle mahdollisesti aiheutuvan haitan, vaikka AML:n säännös ei sitä suoraan ilmaisekaan. Lisäksi Rata lukee samaan kategoriaan tilanteen, jossa julkistettava tieto saattaisi vaikuttaa myös perusteettomasti yhtiön osakkeen arvoon tai olla muuten harhaanjohtava. Erikseen kannanotossa kuitenkin todetaan, että poikkeuslupaa ei myönnetä pelkästään sen takia, että julkistettava tieto on yrityksen kuvan tai osakkeen arvon kannalta kielteinen. Poikkeus voidaan myöntää julkistamisvelvollisuudesta kokonaan tai osittain, esimerkiksi yrityskaupassa jonkin yksityiskohdan osalta. Samoin poikkeus voidaan myöntää tietyksi määräajaksi.⁵¹⁹

Se, että Rahoitustarkastus on käyttänyt oikeutta poikkeuslupan myöntämiseen harvoin, on oikein, koska Rahoitustarkastus ei voi edustaa osakkeenomistajien

⁵¹⁶ Ks. esim. KHO 21.11.1997 taltio 2960 (1997:132): Listayhtiö haki Ratalta poikkeusta yrityskauppaan liittyvän kauppahinnan julkistamisesta. Hakemus perustui mm. siihen, että kaupan ehtona oli se, ettei kauppahintaa julkistettaisi. Rata katsoi valituksen kohteena olevassa päätöksessään, että mikäli yrityskauppa on merkittävä yhtiön kannalta, on myös kauppahinta AML 2 luvun 7 §:n mukainen olennainen seikka, jolla saattaa olla vaikutusta arvopaperin arvoon. Ilman tietoa kauppahinnasta on mahdotonta arvioida kaupan vaikutusta yrityksen toimintaan ja tulevaan kehitykseen. Rata katsoi myös, että asianosaisten välisellä sopimuksella ei voida ohittaa lain määräyksiä. KHO asettui Ratan kannalle ja katsoi lisäksi, että edellytyksiä poikkeuksen myöntämiselle ei ollut verrattaessa julkistamatta jättämisestä sijoittajille aiheutuvia haittoja julkistamisen liikkeeseenlaskijalle aiheuttamiin haittoihin.

⁵¹⁷ Karjalainen – Parkkonen, 124.

⁵¹⁸ Rata K/42/2002/PMO, 4.

⁵¹⁹ Karjalainen – Parkkonen, 125.

intressiä vaan markkinoiden intressiä kokonaisuutena.⁵²⁰ Toisaalta liian tiukka ja kategorinen suhtautuminen yhtiöiden poikkeuslupa-anomuksiin voi johtaa myös siihen, että valvoville viranomaisille kerrotaan yhä vähemmän luottamuksellisia tietoja. Tästä saattaa seurata, että markkinavalvoja saa yhtiöiltä entistä vähemmän tietoa siitä, mitä sen pitäisi itse asiassa valvoa.⁵²¹ Luottamukselliset suhteet yhtiöihin saattavat myös vähentyä, mikä joissakin sisäpiirintiedon kehittymisen seurantalanteissa on vahinko, kun yhtiökään ei uskalla kääntyä valvojan puoleen varmistuakseen toimintansa oikeellisuudesta.

Tarvittaessa pörssi voi vaatia yhtiötä julkistamaan siitä markkinoilla liikkuvia vääriä tai harhaanjohtavia tietoja koskevan tiedotteen. ”Mikäli julkisuudessa on pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevia vääriä tai harhaanjohtavia tietoja, jotka saattavat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin hinnanmuodostumiseen, liikkeeseenlaskijan on pörssin vaatimuksesta julkistettava asiaa koskeva tiedote.”⁵²² Tätä mahdollisuutta pörssi on kuitenkin käyttänyt suhteellisen säästeliäästi.⁵²³ Sääntö edellyttää ainoastaan asiaa koskevaa tiedotetta, ei esimerkiksi oikaisua tai muuta laajempaa kannanottoa asiaan. Pelkän kommentointivaatimuksen taustalla on ajatus siitä, että yhtiön ei tarvitse kertoa asioita, joita tiedonantovelvollisuus ei edellytä. Varsinkin kesken olevien yrityskauppaneuvottelujen yhteydessä saattaa markkinoilla liikkua tietoja, joiden mukaan kauppa on jo tehty. Tällöin yhtiön tarvitsee pörssin vaatimuksesta vain kertoa, että neuvotteluja käydään.

Markkinahujuja ei kuitenkaan tarvitse oikoa. Huhu ja vuoto on kuitenkin oikeudellisesti erotettava toisistaan. Myös pörssin säännöt erottavat eri sääntökohdilla käsitteet toisistaan. Vuodosta säännöt toteavat: ”Jos pörssiarvopaperin liikkeeseenlaskija saa tietoonsa, että tieto, joka toteutuessaan kuuluu tiedon-

⁵²⁰ Samalla tavoin on katsottu myös, että yksittäistapauksissa on arveluttavaa antaa kuluttajasiämiehelle valtuuksia tehdä sitovia sopimuksia edustettujen puolesta. Ks. *Huhtamäki* 1993, 43.

⁵²¹ *Bergo*, 156, mainitsee poikkeuslupa käytettävän toistuvasti yritysosto- ja fuusioprosesseissa, joissa yhtiöillä on pyrkimys välttää kriittisessä vaiheessa julkisuuden valokeilaa, – ”men reiser altså også prinsipielle betenkeligheter i forhold til markedets behov – ” Norjassa, missä poikkeuslupan myöntää pörssin johtaja – ”fremleggelse av informasjon for børsen har imidlertid den praktiske ’ulemp’ at selskapene mister kontrollen over situasjonen, det er børsen som beslutter om informasjonen skal formidles til markedet når den først er blitt forelagt børsens ledelse.” 157.

⁵²² HAOS A4.23.

⁵²³ Yleensä valvonnan julkisuuden kannalta ongelman voi muodostaa se, että pörssi ei julkaise tietoja siitä, milloin ja missä asioissa se on tarkennusta yhtiöltä pyytänyt. Näin ollen valvottavat ja muut markkinaosapuolet eivät voi tietää, mihin asioihin tulisi kiinnittää tarkempaa huomiota. Määrällisesti pörssin korjauspyynnöt kohdistuvat pääosin tilinpäätöksestä tai osavuositarkastuksista puuttuviin lukuihin eikä näillä tarkennustapauksilla voida katsoa olevan laajaa merkitystä, vaikka ne voivatkin jossain määrin ehkä signaloida yhtiön käyttäytymistä. Muistutukset eivät yleensä ole julkisia, kun sen sijaan kurinpitolautakunnan päätökset muista seuraamuksista ovat julkisia ja ne on viipymättä julkistettava. Perusteiden yksityiskohtaisuutta ja laajuutta tulisi kuitenkin nykyisestä lisätä.

antovelvollisuuden piiriin, on vuotanut ennen julkistamista, liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava asiantilaa koskeva tiedote.”⁵²⁴ Huhu on saattanut lähteä liikkeelle yhtiön sisä- tai ulkopuolelta vailla mitään perää, kun taas vuoto yleensä merkitsee, että todenperäinen, valmistelun alainen tieto on kulkeutunut yhtiön ulkopuolelle [vrt. median mahdollisuus hyötyä itse hankitusta informaatiosta luvussa 4.5.2 ja toisaalta lähdesuojasta luvussa 8.5].

Vuotaneen tiedon tai huhun voi melko usein erottaa toisistaan tiedon tarkkuuden osalta. Huhun voi tunnistaa epätarkkuuksista ja epäselvästi ilmaistuista näkökannoista kun taas tietovuodossa on oleellisilta osiltaan oikeaa tietoa, vaikka se ei olisikaan kattavaa. Jotta tietoa voisi käsitellä vuotona, on edellytettävä, että johdon täytyy kyetä tunnistamaan tiedosta salassapidettäviä, todenperäisiä, olennaisia seikkoja, joilla voi olla merkitystä liiketoiminnalle tai aiemmin julkistetuille tiedoille. Näin ei esimerkiksi ollut paljon kohua herättäneessä ja verkon välityksellä kesällä 2002 levinneessä Sonera-kirjassa, joka sisälsi yhtiötä koskevia skandaalinkäryisiä ”paljastuksia”.⁵²⁵ Käytännössä vuotaneen tiedon ja huhun tunnistuksen ero on joskus hiuksenhieno. Sonera ei tunnistanut julkistetussa kirjassa sellaisia todenperäisiä seikkoja, jotka olisi voitu käsittää tietovuodoksi, vaikka se sinänsä sisälsikin seikkoja ja tunnistettavia tilanteita, jotka olisi voitu käsittää tietovuodoksi. Ne eivät kuitenkaan olleet olennaisia. Näin ollen yhtiö saattoi käsitellä kirjaa huhuna, mitä vahvisti vielä se, että kirjan tekijä pysyi anonyyminä.

Velvollisuus vahvistaa tai kumota ulkopuolisten tahojen yhtiöstä julkistamia tietoja voisi toteutua lisäksi silloin, jos tiedot, jotka ovat ristiriidassa yhtiön aiemmin julkistamien tietojen kanssa, ovat tulleet luotettavalta taholta. Jos yhtiö ei tällöin korjaa väärää tietoa, vaan pysyy passiivisena, on mahdollista katsoa yhtiön harhaanjohtavan markkinoita.⁵²⁶ Se, että ristiriitaisten tietojen on tultava luotettavalta taholta, viittaa johonkin toiseen markkinaosapuoleen, markkinoita palvelevaan tiedontuottajaan tai tutkimuslaitokseen. Velvoitteen asettaminen tällaisessa tapauksessa yhtiölle on ymmärrettävää, sillä onhan si-

⁵²⁴ HAOS A4.22. – Aikaisempaan pörssin sääntöön verrattuna uudessa säännössä on tarkennettu sitä, että vuotaneen tiedon ei sellaisenaan tarvitse vielä edes kuulua tiedonantovelvollisuuden piiriin, vaan jos se *toteutuessaan* on sellainen. Toinen tarkennus koskee sitä, että vuoto on vuoto vaikka tiedon julkistamista ei olisi vielä edes *aiottu*.

⁵²⁵ ”Kirja” levisi verkon välityksellä eikä sen laatijasta tai lähettäjistä saatu tietoa. Tekstissä esitetyt väitteet olivat rohkeita, kuten että ”toimitusjohtaja siirsi tietävästi yli 100 miljoonaa markkaa Soneran rahoja omille tileilleen ja yrityksilleen ulkomailla – – taseeseen sisällytettiin yhteistyökumppaneiden omaisuutta – – hankki umts-investointiluvan Lipposen hallitukselta mitä ilmeisimmin osin puutteellisin ja vääristellyiksi luokiteltavin tiedoin – – rahoituksesta ei tehty laskelmia Saksan umts-verkkoinvestointien suuruudesta – – ei tehty – – yhtäkään riskianalyysiä”. Tekstiin oli sekoitettu mukaan joukko tosiasioita ja useita henkilöitä nimeltä mainiten, minkä vuoksi lukija joutui miettimään, mikä oli totta, mikä ei.

⁵²⁶ *Samuelsson*, 152. Oikaisun täytyy lisäksi olla selkeä eikä sitä saa hukuttaa muun tiedon joukkoon, jolloin tiedote voidaan katsoa harhaanjohtavaksi. Epäselvissä asioissa *Samuelsson* tuo monessa yhteydessä esiin yhtiön tarpeen neuvotella pörssin kanssa.

joituspalveluja tarjoavalla yhtiöllä velvollisuus antaa asiakkailleen tietoa asiaa, joka koskee listattua yhtiötä, joka ei tietoa ole julkistanut.

Aina ei kuitenkaan ole kysymys huhusta, vuodosta tai väärästä tiedosta markkinoilla, vaan yksinkertaisesti riittämättömästä tiedosta. Tietojen riittävyyttä arvioitaessa tilanne on vaikea, kun yhtiö antaa ymmärtää yhteistyökumppanin kanssa tehdyn sopimuksen olevan merkittävä, mutta kieltäytyy kertomasta enempää, vaikka yhtiön omat pääomat ovat hupenemassa.

Vakavissa taloudellisissa vaikeuksissa ollut Benefon Oyj ilmoitti elokuussa 2001 solmineensa yhteistyösopimuksen ja perustavansa yhteisyrityksen Hongkongissa toimivan Culink Technology Limitedin (CTL) kanssa. Sopimus paransi Benefonin taloudellista asemaa. Sijoittajille CTL jäi tuntemattomaksi eikä yhtiö suostunut kommentoimaan yhteistyötä muutoin kuin että kumppani on olemassa ja että se on vakavarainen. Syynä oli se, ettei kumppani halunnut asiasta enempää julkisuuteen. Kun yhtiön olemassaoloa oli epäilty moneen otteeseen mediassa, Benefon vahvisti median hankkimat tiedot, joiden mukaan CTL on Taipein pörssissä listatun huomattavan teollisuusyrityksen tytäryhtiö. Vahvistus tehtiin vasta maaliskuun 2002 alussa, kolme päivää sen jälkeen kun Benefon julkisti osakeannin. Benefonin tiedottaminen herätti epäilyksen, että rahoittajia on pyritty pehmittämään kovilla uutisilla riskinottoon.⁵²⁷

Mikäli kyseessä on liikesalaisuus, olisi yhtiön tullut todeta, että asia on liikesalaisuus. On selvää, että tällainen riittämätön tieto ja kommentoimatta jättäminen vähentävät luottamusta markkinoita kohtaan. Jotkut oikeustaloustieteilijät katsovat, että yhtiöt toimivat miten toimivat ja yhtiötä kohtaan tunnetun luottamuksen väheneminen vain heijastuu osakkeen hintaan.⁵²⁸ Väliäkö sillä? Eikö tässä juuri toteudu markkinoiden tehtävä, jossa toisistaan tietämättömät anonyymit sijoittajat arvioivat tiedon riittävyyden ja arvon? Markkinat toimivat. Näin yksinkertainen vastaus ei ole. Tiedonantovelvollisuus on säädetty sijoittajan suojaamiseksi, riskien pienentämiseksi, opportunistisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen estämiseksi ja luottamuksen säilyttämiseksi. Markkinat eivät voi olla jonkinlainen riskin ja hyödyn peli. Riski ei saa olla yksin sijoittajalla, vaan kaikki markkinaosapuolet, myös yhtiö, ovat vastuullisia siitä, että yhtiöstä saatavien oikeiden tietojen pohjalta *on mahdollisuus* luoda kokonaiskäsitys yhtiön liiketoiminnasta. Riskin pitää kohdistua liiketoimintaan, ei tietoon ja sen jakamiseen. Siksi yhtiö ei voi olla kommentoimatta ja pysyä passiivisena, koska johto on saattanut hinnoitella tiedottamatta jättämisen osakkeen hintaan.

Tukholman pörssin ohje yhtiöitä koskevien huhujen kommentointiin on, että jos yhtiöllä on tiedotuspolitiikka, jonka mukaan se ei kommentoi huhuja, niin

⁵²⁷ Ks. mm. Helsingin Sanomat 23.3.2002: *Hyviä uutisia rahankeruun aikaan.*

⁵²⁸ *Kaisanlahti* 1999, 98.

tästä politiikasta on pidettävä kiinni.⁵²⁹ Ohje on mielenkiintoinen sen vuoksi, että siinä implisiittisesti *tunnustetaan se, että yhtiölle muodostuu markkinoilla tietty yksilöllinen tiedottamistapa* [vrt. aiemmin tiedotusreserviä käsitelleessä luvussa 5.1.2]. Kunkin yhtiön tiedotteita ja johtoa opitaan toisin sanoen vähitellen tuntemaan markkinoilla. Johto ja sen tapa kommunikoida tulee tutuksi ja viestejä opitaan tulkitsemaan, jopa niin hyvin, että aina ei tarvita sanojakaan. Keskeistä on tällöin se, että johto tiedostaa tapansa puhua ja on toiminnassaan systemaattinen. Johdon poikkeavaa signaalia on ehkä vaikea aina todistaa tapahtuneeksi, mutta jos olosuhteet ja tilanne muutoin ovat kriittiset, silläkkin voi olla jonkinlaista todistusvoimaa, mikäli muut seikat sitä tukevat.

Edellä jo käsitellystä Benecol-jutusta [luku 5.1] käy ilmi useita markkinoilla liikkuvien tietojen kommentointiin ja tietohuoltoon liittyviä kysymyksiä:

Yhtiö ei aikonut pääjohtajansa mukaan jatkossakaan kommentoida joikaista yksittäistä lukua tai tietoa. ”Siinä on se vaara, että vedetään liian nopeita johtopäätöksiä toiseen suuntaan.” Puutteellisen tiedon varassa eläneillä markkinoilla Raision kurssi oli usein reagoinut rajusti yksittäisiin lehtijuttuihin ja huhuihin. Neljän Benecol-vuoden aikana Raision kurssi on kolme kertaa noussut rakettimaisesti. Kahdesti nousu oli perustunut markkinoilla liikkuneeseen huhuun.

- 1) Keväällä 1996 amerikkalainen investointipankki First Boston arvioi Benecolin patenttien arvoksi 11 miljardia markkaa. Raisio ei kommentoinut asiaa.
- 2) Toinen selkeä nousu perustui yhtiön omaan tiedottamiseen. Raisio ilmoitti alkusyksystä 1997 solmineensa Johnson&Johnsonin kanssa yhteistyösopimuksen Benecolin markkinoinnista Pohjois-Amerikassa.
- 3) Alkuvuodesta 1998 kurssia nosti huhu, jonka mukaan Raision amerikkalainen yhteistyökumppani Johnson&Johnson olisi ostamassa Raisiota. Raisio ei kommentoinut asiaa.

Raisio oli tullut tunnetuksi markkinoilla varovaisesta linjastaan. Yhtiön johdolta oli tavan takaa tiedotustilaisuuksissa tentattu, kuinka suureksi Benecolin myynti voi kasvaa. Yhtä säännönmukaisesti johto oli kieltäytynyt kertomasta käsityksiään. Sijoittajat ja analyytikot olivat siten joutuneet muodostamaan käsityksensä Raision arvosta melko epävarmoin perustein. Niukasti jaettu tieto selittää sen, miksi Benecol joidenkin arvioitsijoiden mielestä toi yhtiölle miljardien tuottoja, toisten mielestä vain murto-osia siitä. Raisio oli puolustanut niukkaa tiedotuspolitiikkaansa sillä, että Johnson&Johnson oli halunnut pitää

⁵²⁹ Yhtiö ei nimittäin saa vastata huhuja koskeviin kyselyihin siten, että jos kyseessä on epätosi seikka, niin yhtiö vahvistaa sen epätodeksi ja jos taas kyseessä oleva huhu pitää paikkansa, niin yhtiö vastaa ”emme kommentoi”. ”Emme kommentoi” tulkitaan tällaisen yhtiön toiminnassa ennen pitkää huhun paikkansapitävyyden vahvistukseksi, ks. Tukholman pörssin säännöt ohjeineen 2001, 53. – Vastaavaa ohjeistusta Helsingin pörssillä ei ole.

matalaa profiilia. Raision mukaan oli ollut ongelma tiedottaa markkinatiedoista, jotka olivat olleet Johnson&Johnsonin takana.⁵³⁰

On ilmeistä, että yhtiö oli kehittänyt tuotteen, joka oli sille itselleenkin yllätys. Koko yhtiön liiketoiminta oli ollut suunnattu toisen tyyppisten tuotteiden valmistukseen ja markkinointiin. Uuden tuotteen päämarkkina-alue oli muualla, kuin mihin yhtiö oli tottunut, ja oli ilmeistä, että yhtiö oli Benecolin kautta tullut odotettua laajemman huomion kohteeksi eikä ollut siihen varautunut. Kyseessä oli uusi tuote uudella toimialalla uusille markkinoille, eli yhtiö joutui toimimaan myös tiedotuksellisesti sille vaikeimmalla mahdollisella alueella. Myöskään uuden tuotteen markkinoista ei ilmeisestikään ollut kokonaiskuvaa. Yhtiölle ei ollut syntynyt käsitystä, miten tiedonantovelvollisuutta tulisi toteuttaa nopeasti muuttuvien tilanteiden ja ympärivuorokautisen globaalin kiinnostuksen mukaan.

Millä tavalla sijoittajat olisivat voineet ennakkoön ottaa huomioon osakkeen hinnassa sen, että yhtiö ei ollut valmistautunut informoimaan tuotteen mahdollisuuksista? Ei näyttänyt siltä, että yhtiön johdon vaikeneminen tulevaisuuden mahdollisuuksista olisi heikentänyt tuotteeseen liittyvää kiinnostusta. Voidaan ajatella, että vaikeneminen nimenomaan lisäsi tätä kiinnostusta. Olisiko johdolla näin ollen ollut velvollisuus jarrutella odotuksia jo pelkästään sillä perusteella, että sillä itsellään ei ollut tietoa. Olisiko tiedon puutteen tunnustaminen johtanut koko yhtiön arvostuksen laskuun?

Raisio oli antanut kolme kuukautta aiemmin tulosvaroituksen. Nyt pörssilaskun jälkeen yhtiön talousjohtaja ei kiistänyt, etteikö uusikin tulosvaroitusta olisi mahdollinen, vaikka sitä ei ”ainakaan lähiaikoina” ollut suunnitella. Talousjohtajan lausunto osoittaa, millä tavalla tulosvaroitusta voi suunnitella. Tulosvaroitukseen ei ole useinkaan joko–tai-tilanne. Vähäiset muutokset heikompaan suuntaan eivät välttämättä alenna tiedotuskynnystä, mutta lisäävät herkkyyttä seurantaan. Pieni alenema pakottaa hakemaan syyt ja selityksiä muutoksiin, ja tällä tavalla yhtiö voi ”suunnitella” tulosvaroitusta.

Se myös tarkoittaa, että yhtiön täytyy jossain vaiheessa määrittää raja, jolloin kiusalliseksi muodostunut tiedotuspato avataan ja tullaan julkisuuteen kertomaan, kuinka paljon tai vähän yhtiö tilanteesta tietää. Tämä on liikkeenjohdon

⁵³⁰ Vastuu tiedosta monenvälisissä suhteissa on sopimusoikeudessa tullut esiin erityisesti asiantuntijan vastuuna, jollaiseksi yhtiön julkistama tietokin voidaan määritellä. Asiantuntijan on varmistuttava tiedon oikeellisuudesta. KKO 1999:80: Kommandiittiyhtiön myymiseen tai sen toiminnan ja omaisuuden uudelleenjärjestelyyn tähdänneen suunnittelun yhteydessä tilintarkastusyhtiö oli asiakkaalta tontin vuokraoikeutta koskeneen sopimuksen sisällöstä saamansa tiedon perusteella antanut vuokraoikeuden luovutuksen veroseuraamuksesta *virheellisen* neuvon. KKO katsoi, että tilintarkastusyhteisön olisi tullut *varmistua asiakkaalta saatujen keskeisten tietojen oikeellisuudesta*. [kursivointi tässä]. – Monenvälisyydestä ks. Vainio 2001, 247–263.

päätösasia, jota ei välttämättä lisäselvityksillä tai ajan kulumisella voida ratkaista. Rajan määäämättä jättäminen saa aikaan helposti sen, että tilanne ”valuu” eteenpäin. Tällöin käy helposti samalla tavalla kuin uhkapelurin, joka uskoo seuraavalla kierroksella voittavansa ja jatkaa näin pelaamistaan, kunnes tilanne alkaa muistuttaa paniikkia.

Se, että yhtiön on oltava perillä markkinan odotuksista, ei tarkoita, että yhtiön tiedotusta ohjaisi markkinoiden odotus. Tiedotusta ohjaa yhtiön omatoiminen huolehtiminen siitä, että markkinoilla on olennaiset liiketoimintaa koskevat tiedot.

Kun Raision talousjohtaja arvioi, ettei tulosvaroitusta ole lähiaikoina suunnitteilla, hän jatkoi lausuntoaan seuraavasti: ”Kysymys on siitä, mitä markkinat odottavat. Viime päivinä markkinoiden tulosodotukset ovat muuttuneet ja niitä alkaa meidän tietoomme tulla lähipäivinä. Me peilaamme tilannetta, onko markkinoilla erilainen tulosodotuskuva kuin mikä Raision tuloskyky tällä hetkellä on.”

Oikea johtopäätös em. lausumasta on, että jos tulosodotuskuvan perusteet ovat väärät, on yhtiön tiedottamisessa edelleen vikaa. Se ei edellytä ensi sijassa uusia tiedotteita, vaan laadullisesti parempaa tiedottamista ja vanhojen virheiden korjaamista. Muussa tapauksessa yhtiön voidaan katsoa johtavan markkinoita harhaan antaessaan aiheutta väärintulkinnan syntymiselle [ks. edellä luku 5.3.1]. *Yhtiön tulosvaroituksen perusteena ei sellaisenaan voi olla se, ovatko markkinat väärässä, vaan yhtiön aiemmat ilmoitukset.*⁵³¹ Paljon vaihdetuista osakkeista tehdään kymmenittäin analyysseja. Jotkin niistä ovat laadukkaampia kuin toiset. Arvioiden haitari voi olla jopa kymmenkertainen. Siksi esimerkiksi arvioiden mediaanijakauma ei ole sellainen estimaatti, joka sallisi yhtiön olla tiedottamatta heikentyvästä tuloskehityksestä, vaikka mediaanijakauma olisi oikeaan osuvakin [vrt. analyytikoiden keskimääräinen ennuste markkinatietona, luku 4.4.1]. Tiedotusvastuuta on tarkasteltava suhteessa siihen, mitä yhtiö on aiemmin kertonut. Jos yhtiö haluaa palvella sijoittajayhteisöä, mikään ei estä sitä laatimasta tiedotetta, vaikka tulosvaroituksen tarvetta ei olisikaan. Tällöin on keskityttävä niihin perusteisiin, joilla arvioita on tehty, kuin antaa epävarmoja lukuja tulevasta.

Tiedotusmahdollisuudet ovat laajat, niin kauan kuin asiat ovat johdon käsissä. Huonon seurannan ja monien tuntemattomien tekijöiden osuessa yksiin tiedottaminen muuttuu vaikeaksi, kun yhtiön ulkopuoliset tahot alkavat puuttua omilla käsityksillään ja kommentteillaan yhtiön asioihin. Silloin johdon mahdollisuudet toimia moitteettomasti heikkenevät merkittävästi. Johto saattaa

⁵³¹ Vrt. HAOS A4.111: Liikkeeseenlaskijan antama tieto on perustana arvion muodostumiselle pörssi-arvopaperista. Ks. myös Kurenmaa, 148.

ajautua tilanteeseen, jossa sillä on käytettävissään vain huonoja tiedotusvaihtoehtoja ja jossa lojaliteetin merkitys on tuntuva⁵³² [ks. lojaliteetista kollisiotilanteessa, luku 7.2].

Suurissa taloudellisissa vaikeuksissa ja kriisitilanteessa olevien yhtiöiden on tarkasteltava yhtiöntiedon hallintaa ja huoltoa erityisen tiukasti, koska huhuilla ja väärillä tiedoilla on yhtiön tilanteen vuoksi valmiiksi hyvä kasvualusta. Tällöin lojaliteetin tunteminen väärää sidosryhmää kohtaan (seuraavassa henkilöstöä) voi vain vauhdittaa yhtiön syöksykierrettä.

Mato Valtonen kertoo yhtiönsä tapahtumista seuraavasti: ”Jippiin verkkouutisissa julkaistiin 20. huhtikuuta 2001 pahaa enteilevä uutinen, joka hankaloitti toimintaamme erittäin paljon. Siinä kerrottiin, että Wapitin käteisvarat olivat lopussa eikä lisärahoituksesta ollut tietoakaan. Kerrottiin myös Sonera Zedin ja erään pienen italialaisyhtiön olevan kiinnostuneita ostamaan Wapitin. Uutinen oli ennenaikainen. Meillä oli tuolloin vielä syytä uskoa selviävämme. Juttu kuitenkin levisi kulovalkean tavoin muihinkin medioihin. Se aiheutti sakean huhumyllyn, ja luotolla tai laskuun ei saanut enää juuri mitään. Vielä vakavampaa oli asiakkaidemme huolestuminen ja selvityspyynnöt. Kytöksä oli moneen suuntaan, ja palveluiden häiriötön toiminta oli kaikille elintärkeää.”

Valtonen jatkaa: ”Mistä kyseinen tieto oli tullut Jippiille? Uutisessa oli informaatiota, jota oli kerrottu samana päivänä tiedotustilaisuudessa omalle henkilökunnalle. Tässä tilaisuudessa heitä varoitettiin myös pahimman mahdollisuuden olemassaolosta. Ja nyt kaikki oli luettavissa netistä.” – – Hölmöintä oli, että siinä oli tietoja, jotka vuotaja oli tulkinnut väärin. – – Paljon salapoliisitietoja ei tarvittu, jotta ymmärsi tiedon lähteneen talon sisältä. Alkoi hirveä spekulointi. – – Oli jälleen aika lähettää lehdistötiedote. Ja ripeästi. Mutta pahin oli vasta tulossa. – – Seuraavasta tilaisuudesta lähti taas eteenpäin luottamuksellista tietoa verkkouutisiin, ja vieläpä niin nopeasti, ettemme kerinneet kuin tilaisuudesta takaisin toimistoon. – – Kukaan ei voisi luottaa kehenkään. – – Suomen laki tarjosi suurimman yllätyksen. Emme voineet tehdä juuri mitään asian selvittämiseksi. – – Toisin sanoen kuka tahansa voi lähetellä firmastaan mitä tahansa tietoja ja strategioita kenelle tahansa eikä kukaan voi sille juuri mitään. – – Tunnissa lähettää helvetin paljon tietoa ulos talosta jos sille päälle sattuu. Ihan mihin maailman kolkkaan tahansa.”⁵³³

On siis selvää, että huhujen liikkeessä on muitakin tahoja kuin osakkeenomistajat, jotka säätelevät yhtiön toimintaa, esimerkiksi asiakkaat. Jos yhtiö katsoo, että se selviää markkinoilla huhuista ilman erillistä kommentointia, ei ole syytä, miksi sen pitäisi kommentoida.

Väärällä tiedolla voi tiettyinä poikkeuksellisina hetkinä olla tavallista suu-

⁵³² *Kronmanin*, 18 av. 49, arvion mukaan oikeus on yleensä ollut taipuvainen vaatimaan laajempaa tiedonantovelvollisuutta fidusiaarisuhteessa kuin muutoin.

⁵³³ *Valtonen*, 160–163.

remppi merkitys. Tällöin väärän tiedon toleranssikynnys on matalampi ja tiedot on korjattava, vaikka olisivat pieniäkin. Erityisesti osakeannin alla tai sen kuluessa väärät tiedot on oikaistava aktiivisesti, ja se on pyrittävä tekemään samassa yhteydessä, missä varsinainen tietokin annettiin. Kovassa kiireessä tehtyyn tarjousesitteeseen on saattanut pujahtaa virhe, joka on oikaistava laittamalla esitteen väliin kirjallinen korjaus. Yksittäisen virheellisen tiedon puuttuminen sinänsä ei helposti johda korvausvastuuseen.⁵³⁴

5.3.4 Yhteenvetoa

Huoltoulottuvuus tuo tiedonantovelvollisuuden arviointiin mukaan yhtiön ulkoisen toiminnan. Sen mukaan yhtiön tiedonantovelvollisuus merkitsee myös kokonaisuuden ja kehityksen kuvaamisen velvollisuutta yhtä paljon kuin yksittäisiä seikkoja. Yhden yksittäisen tiedon olennaisuusarviointi ei ole enää ainoa edellytys tiedon ymmärtämiselle ja sen oikealle julkistamiselle. Kokonaisuuden julkistamiselle syntyy de lege ferenda velvollisuus ilman aiemmin olennaisiksi arvioituja tietoja. Yksittäinen tieto on osa mosaiikkimaisesti muotoutuvaa strategiaa, joka kuvastaa johdon näkemystä liiketoiminnasta.

Huoltoulottuvuuden vuoksi tiedonantovelvollisuus ei siten pääty tiedonjulkistamiseen, vaan jatkuu prosessinomaisesti. Tietohuollon tarkoitus on ehkäistä ennalta mahdollisia väärinkäsityksiä ja kollisiotilanteita yhtiön, sijoittajien ja markkinoiden välillä. Näistä väärinkäsityksiä ja kollisioita aiheuttavissa tilanteissa on lukuisia tapoja, miten yhtiö voi syyllystyä totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antamiseen. Kuitenkin tietyissä rajatuissa tilanteissa yhtiön edustajan ilmaisema väärä tieto eli valhe voi olla hyväksyttävissä. Valhe eroaa harhaanjohtavuudesta arvopaperimarkkinoilla usein olosuhteisiin liittyviltä varallisuusvaikutuksiltaan, jotka on huomioitava valheen moitittavuutta arvioitaessa. Tietovuodon, markkinoilla olevan väärän tiedon ja huhun korjaamisvelvoite ei ole aina itsestäänselvä, vaan yhtiön pitää ottaa huomioon oma toimintansa ja tilanne, missä mahdollinen korjattava tieto esiintyy. Tällöin yhtiölle markkinoilla muodostunut yksilöllinen tiedottamistapa on keskeinen tekijä, joka on huomioitava eri osapuolten edustamilla markkinoilla. Tämän perusteella esimerkiksi tulosvaroituksen perusteena ei voi olla se, ovatko markkinat väärässä, vaan yhtiön aiemmat ilmoitukset.

⁵³⁴ Näin kävi mm. TJ Groupin tapauksessa, jossa oikeus totesi, ettei pienet kirjoitusvirheet, vaikka olivat oleellisiaakin, aiheuttaneet korvausvelvollisuutta merkitsijöitä kohtaan tai edes kaupan peruuntumista. Espoon KäO 00/4894 (ei lainvoimainen). Ks. myös *Kronman*, 6–7: "If the bidder submits a bid containing a clerical error or miscalculation, and the mistake is either evident on the face of the bid or may reasonably be inferred from discrepancy between it and other bids, the bidder will typically be permitted to withdraw the bid without having to pay damages."

5.4 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN AJALLINEN ULOTTUVUUS

Jokainen oppii jo varhain, että aika on rahaa. Sen vuoksi on helppo ymmärtää, että kaikki tiedonsaantiinkin liittyvät aiheettomat ajalliset viivytykset pitää tavalla tai toisella korvata.⁵³⁵ Mutta mitä on aiheellinen viivytyys? Mitä silloin tapahtuu, kun viivytykseen on aiheensa? Onko tiedonjulkistuksen ajallisissa viivytyksissä kyse vain sattumista, vai voiko julkistusaikaa suunnitella siten, että siihen liittyy oikeuksia? Voiko tällaista suunnittelua peräti edellyttää niin, että jos ei ole suunnittelu, on syyllistytty rikkomukseen, joka on korvattava?

Tiedon ajallisia ulottuvuuksia arvopaperimarkkinoilla voi yrittää kuvata tiedon syntymis-, vahvistumis/vähenemis/jatkumis- sekä vanhenemisajankohtien kautta. Tarkastellaan vaikka perustavaa kysymystä, onko yhtiöllä ollut tieto, joka olisi pitänyt julkistaa. Mistä sijoittaja voi tietää, onko tieto annettu kokonaan vai vain osa siitä, kun hän ei voi nähdä kokonaisuutta eikä tiedetä, millaisen harkinnan kautta päätös tiedon julkistamisesta on tapahtunut? Sijoittaja on oikeudellisesti täysin sen varassa, mitä yhtiö on hänelle kertonut.

5.4.1 Tiedon syntymisajankohta

Yksittäistapauksessa tiedon aikaympäristöä voidaan oikeudellisesti tarkastella vasta, kun ao. tiedosta on tullut julkinen, muutoinhan asiaa ei edes tiedettäisi.⁵³⁶ Tämä ei kuitenkaan merkitse, ettei tietoon kohdistuisi lainkaan oikeuksia, ellei se ole julkinen. *Tietoon voi kohdistua oikeuksia, vaikka keskeinen oikeudenhaltija (sijoittaja) ei olisi oikeudesta edes tietoinen.*

Ei-julkistettuun tietoon on oikeuksia ensimmäiseksi yhtiöllä, joka saa hyödyntää tietoa. Se voi paljastaa kaiken tai vain sen osan, jota se itse ei voi hyödyntää, edellyttäen kuitenkin, että se antaa riittävät tiedot ja oikean kuvan osakkeen arvottamiseksi. Sijoittajan oikeudet yhtiöntietoon puolestaan toteutuvat kahdella tavalla. Yhtiön liikesalaisuudeksi jäävä ei-julkistamaton tieto koi-

⁵³⁵ Schroeder, 535. – Yhdysvalloissa laki ei edellytä tiedon viivytyksetöntä julkistamista. SEC edellyttää sitä tietyissä erityistapauksissa [ks. luku 5.4.3].

⁵³⁶ Sijoittaja voi puolestaan katsoa tulleen harhaan johdetuksi ainakin kolmena ajankohtana, jotka on analogisesti johdettavissa tuotteen ostajan erehtymisen ajankohdasta, joka koskee kaupallista alkuperää, *Heinonen, 93*. Erehtymisen ajankohtia voi olla siten kolme: (i) hetki, jolloin sijoittaja tulkitsee ja luo itselleen käsityksen julkistetusta tiedosta; (ii) hetki, jolloin sijoitus päätös tehdään; (iii) hetki, jolloin sijoittaja havaitsee harhautuneensa julkistetusta tiedosta. Kun harhaanjohtavuus ei kuitenkaan edellytä näyttöä siitä, että yksikään sijoittaja todella olisi harhautunut, vaan jo harhautumisen mahdollisuus riittää, ei sijoitus päätöksen hetki ole relevantti, koska itse harhaanjohtaminen on tapahtunut riippumatta siitä, onko tieto näkyvästi vaikuttanut osakkeen arvoon vai ei. Keskeinen sen sijaan on ensimmäinen vaihtoehto, jonka voi todentaa jo julkistamisen hetkellä, sekä kolmas vaihtoehto, jossa julkistettu tieto luo kontaktin aiempaan tietoon ja samalla vahvistaa tiedon prosessinomaista kehitystä ja sitä koskevaa tarkastelua.

tuu sijoittajan eduksi, kun yhtiö hyödyntää tietoa liiketoiminnassaan. Tietoon liittyvät arvopaperimarkkinaoikeudet pohjautuvat yhtiön aiemmin julkistamaan tietoon. Sijoittajalle on syntynyt perusteltuja odotuksia ja luottamus, että yhtiö arvopaperimarkkinan osana julkistaa aina olennaiset tiedot.

Keskeinen tiedon syntymisajankohtaa koskeva probleema on sisäpiirintiedon syntymisen hetki. Tyypillinen ja ongelmaa hyvin kuvaava tilanne on yritys-kauppahankkeen aloittaminen.⁵³⁷ Kun hankkeeseen ryhdytään, kartoitetaan vaihtoehtoisia kohteita. Tämän jälkeen aloitetaan neuvottelut ensimmäisen kohteen kanssa. Milloin asiasta on yhtiön sisällä tullut sisäpiirintietoa, jonka julkistamisesta on säädetty erikseen? Mitä on asian valmistelu yhtiössä, ja milloin yhtiön voidaan katsoa tehneen liiketoiminnassa päätöksen? [Vrt. tiedon julkistaminen koskien due diligencea, luku 8.3.]

Samuelsson tulkitsee tiedonantovelvollisuuden ajankohtaistumista seuraavasti:

”Så snart bolagets ledning företagit en förberedande åtgärd skall börsen underrättas. Begreppet ’förberedande åtgärd’ skall tolkas i enlighet med VML 7 § med den inskränkningen att det måste förteliga skäligen anledning anta att åtgärderna kommer att leda till ett erbjudande. Det måste också anses klart att insiderreglerna aktualiseras långt tidigare än skyldigheten att offentliggöra ett planerat övertag.

Exempel på förberedande åtgärder som aktualiserar informationsskyldigheten är då bolagets ledning har:

- 1) Väckt frågan i styrelsen eller hos annan som bolagets vägnar kan fatta beslut om erbjudandet.
 - 2) Kommit överens med företrädare för målbolaget om att inleda överläggningar som syftar till ett offentligt erbjudande.
 - 3) Utrett de affärsmässiga förutsättningarna.
 - 4) Upprättat en plan för genomförandet.
- Skyldighet att informera börsen föreligger även när bolaget före styrelsebeslut upptar förhandlingar eller lämnar information om erbjudandet enligt MBL.”⁵³⁸

⁵³⁷ Yritystoston vaiheista *Koivistoinen*, yritystostosta prosessina *Virtanen*. Ulkomaisista esimerkiksi *Haspeslagh – Jemison*. – Ks. myös *Timonen* 1998, 10–11.

⁵³⁸ *Samuelsson*, 133, viittaa amerikkalaiseen oikeuskäytäntöön ja siteeraa *Bromberg – Lowenfelsia*: ”I amerikansk rätt skall information lämnas vid vänskapliga erbjudanden så snart principiell enighet (’agreement-in-principle’ eller formulerandet av ett ’letter of intent’) uppnåtts mellan bolagen i fråga om ’price and structure’. En överenskommelse på dessa punkter – om än inte formellt bindande – utgör konkret bevis på att de förhandlande bolagen uppnåt så hög grad av enighet att offentliggörande kan ske utan att projektet av det skälet löper risk att äventyras. Innebörden av begreppet *price* avser närmast de konkreta beloppen i t ex kronor eller antalet aktier som skall erhållas i utbyte etc. Termen *structure* är mer oklar, men förefaller syfta på de affärsmässiga aspekterna av samgåendet snarare än den juridiska formen e dyl för överenskomnelsen. Kriterierna *price and structure* är inte lika tydligt tillämpbara i samband med ett fientligt erbjudande – . Någon katalog över vilka uppgifter som aktualiserar uppgiftskyldighet kan inte skapas utan bedömningen får ske *in casu*, ett beaktande av alla relevanta omständigheter.” *Samuelsson*, 134–135. *Bromberg – Lowenfels*, § 7.4.

Ratan suosituksen mukaan keskeneräisistä asioista ei kuitenkaan tarvitse tiedottaa ja tieto kypsyä julkistettavaksi vasta sitten, kun on laadittu esisopimus. Esisopimuksen alustavuuden tai siinä olevan lykkäävän ehdon vuoksi voidaan kuitenkin jossakin tilanteessa katsoa, että lopullisen sopimuksen syntymiseen liittyvän vahvan epävarmuuden vuoksi ei tiedonantovelvollisuutta vielä ole.⁵³⁹

Kurenmaa on tarkastellut suomalaista oikeuskäytäntöä yrityskauppojen sisäpiirintiedoksi muodostumisen näkökulmasta ja havainnut keskeiseksi arviointikohdaksi ajankohdan, jolloin tiedon voidaan katsoa *kehittyneen olennaisuuden asteelle*. Tämä tarkoittaa lähinnä sitä hetkeä, jolloin tieto on ikään kuin kasvanut olennaisuuden mittoihin.⁵⁴⁰

Jos yhtiö kuitenkin kulkee markkinoilla neuvottelemassa muidenkin kanssa, on tietovuodon vaara suuri, vaikka yhtiö edellyttäisi kumppaneiltaan salassapitosopimustakin.⁵⁴¹ Sijoittajan näkökulmasta pelkkä vihjaus siitä, että yhtiöllä on aikomus neuvotella yritysostosta jonkin tahon kanssa, voi olla arvokas tieto. Yhtiön näkökulmasta taas tietoa ei ehkä ole edes tarkoitettu vakavasti otettavaksi.

Jos yhtiön hallitus pallottelee ajatuksella, lähteäkö neuvottelemaan kohteen kanssa vai tehdäkö toisesta yhtiöstä julkinen ostotarjous, onko kyseessä sisäpiirintieto, jos yhtiö ei ole vielä tehnyt mitään päätöstä? Tilanne aktualisoituu usein juuri osavuositarkastuksen julkistamisen yhteydessä.

YIT:n hallituksen jäsen osti yhtiön osakkeita noin 140 000 markalla keväällä 1998. Hallituksen jäsen tiesi tuolloin, että YIT:n neuvottelut omistamiensa sijoituskiinteistöjen myynnistä olivat edenneet suotuisasti ja kauppa vaikuttaisi myönteisesti yhtiön tulokseen. YIT myi sijoituskiinteistönsä myöhemmin samana keväänä ja sai 50 miljoonan markan myyntivoiton. Rata teki rikosilmoituksen YIT:stä sen vuoksi, että YIT ei ollut maininnut osavuositarkastuksessaan kiinteistöneuvotteluista. Syyttäjä puolestaan jätti syyttämättä muun muassa sen vuoksi, että henkilö teki kaupat pörssisääntöjen mukaisesti osavuositarkastuksen jälkeen ja osto-hetkellä kiinteistöjen kauppaneuvottelut olivat ”alustavia”.

Pörssin sisäpiiriohjesäännön mukaan ”pysyvien sisäpiiriläisten tulee ajoittaa kaupankäyntinsä yhtiön liikkeeseenlaskemilla arvopapereilla siten, ettei kaupankäynti heikennä *arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta* [em. kursivointi tässä]. *Käytännössä on suositeltavaa, että pysyvät sisäpiiriläiset tekevät – – pitkäaikaisia sijoituksia. Niin ikään on suositeltavaa ajoittaa kaupankäynti – – niihin hetkiin, jolloin markkinoilla on mahdollisimman täydellinen tieto osakkeen arvoon vaikuttavista seikoista (esimerkiksi tulostietojen julkistamisen jälkeen).* Yh-

⁵³⁹ Ratan Kannanotto K/42/2002/PMO, kohta 4:1 ja 7:3.

⁵⁴⁰ *Kurenmaa*, 133.

⁵⁴¹ Vastuun aktualisoitumisesta sopimusneuvotteluissa v. *Hertzen*, 183 ss. ja neuvotteluriskistä lähemmin 207 ss.

tiö määrittelee sen ajanjakson, jonka aikana sisäpiiriläiset eivät saa käydä kauppaa – – arvopapereilla ennen yhtiön osavuositarkastuksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistamista” (suljettu ikkuna).⁵⁴² Ajatuksen takana on se, että yhtiö julkistaa siis osavuositarkastuksessa kaikki olennaiset tapahtumakauden seikat. [Vrt. luku 6.5 Yritys tiedon itseisarvon puhdistamiseksi.]

Jos hallituksen jäsen olisi tehnyt osakeoston ennen osavuositarkastuksen ilmestymistä tietoisena neuvottelujen suotuisasta etenemisestä, olisi ollut mahdollista, että hallitus olisi jättänyt mainitsematta neuvotteluista juuri osakekauppojen vuoksi. Tällöin virhe olisi ollut ilmeisempi kuin Ratan nyt tekemässä ilmoituksessa. Näin siis tiedon hallinta ja julkistamisajankohdan valinta ovat tiiviisti yhteydessä toisiinsa. Sen sijaan kokonaan toinen asia on, että hallitus voi vaikuttaa itse paljon siihen, *kuinka ”alustavia” neuvottelut kulloinkin ovat*. Kuitenkin on ilmeistä, että liiketoimintaan puuttuminen edellyttää melko suurta yksityistä intressiä suhteessa henkilöiden omaan varallisuustilanteeseen, ennen kuin em. vaikuttamistarve voisi konkretisoitua.

Osakkeiden ostaminen osavuositarkastuksen jälkeenkään ei siis aina ole täysin turvallista. Sisäpiiriläisten täytyy jatkuvasti seurata, mitä julkistamattomia tietoja hallituksessa on käsitelty ja milloin ne pitää osavuositarkastuksessa julkistaa.

Kun toisen osapuolen kanssa on aloitettu neuvottelut, asiasta tulee sisäpiirintietoa, siitä tehdään yhtiössä yleensä ns. hanke, ja muodostetaan hankerekisteri. Mutta mitä tapahtuu, jos hanke kariutuu parin ensimmäisen neuvottelun jälkeen? Onko myös sisäpiiriongelma hävinnyt? Jos neuvottelut alkavat uudestaan kolmen viikon kuluttua (ja johto on tässä välissä tehnyt esimerkiksi kauppoja yhtiön osakkeilla), onko kysymyksessä uusi sisäpiirintieto ja uusi hanke vai jatkuuko vanha?

Tietoa ei käsitykseni mukaan voi ajallisesti luokitella eri kategorioihin siten, että sama tieto yhdessä vaiheessa on sisäpiirintietoa ja toisessa vaiheessa ei, ellei sitä ole julkistettu. *Tieto kehittyy prosessinomaisesti*. Tiedon syntymisajankohtaa, jolla tarkoitetaan hetkeä, jolloin tiedolle on annettu olennaisuusmerkitys, onkin sisäpiirintiedon kysymyksessä ollen tarkasteltava siten, että *sisäpiirintiedon käsite on sijoittajan näkökulma asiaan*. Tiedon olennaisuus avautuu siten kahteen suuntaan erilaisena: *tiedon olennaisuuden arviointi on yhtiön sisällä erilainen kuin yhtiön ulkopuolella*. Sisäpiirintiedon säilyminen sisäpiirissä on ensi sijassa sijoittajan intressissä, jotta muut eivät saisi ansaitsematonta etua julkistamattomasta tiedosta. Yhtiön näkökulmasta taas sisäpiirintiedon säilyminen sisäpiirissä on tärkeää, ei niinkään osakearvon ennenaikaisen muutoksen näkökulmasta, vaan liiketoimintasyistä. Lisäksi se on yhtiölle tärkeää yhtiön imagon ja uskottavuuden näkökulmasta.

⁵⁴² Pörssin sisäpiiriohjesääntö 6.1. Lisäksi todetaan, että ”ajanjakson tulee olla vähintään 14 vuorokautta. Jos yhtiö julkistaa tulostietonsa kuuden kuukauden jaksoin, ajanjakson tulee olla vähintään 21 vuorokautta”.

Johto toimii itsekkin epävarmuudessa⁵⁴³ suhteessa johtopäätöksiin eikä tiedä varmasti seikan toteutumisen todennäköisyyttä.⁵⁴⁴ Kun AML sääntelee arvopaperin arvoon vaikuttavaa tiedonjulkistamista, voidaan tämän ajatella merkitsevän yhtiön näkökulmasta sitä, että ei olisikaan erikseen sisäpiirintietoa ja muuta julkistamatonta tietoa.⁵⁴⁵ *Kaikki olennainen julkistamaton tieto yhtiöstä on sisäpiirintietoa* riippumatta tiedon kulloisestakin vaiheesta aina siihen asti, kunnes tiedon oikeudellinen vaikutus on hävinnyt.⁵⁴⁶ Johdon luottamusasema on juuri tiedollista luottamusta, ei pelkästään luottamusta siihen, että johto hoitaa yhtiön asioita osakkeenomistajien puolesta. Juuri se on arvopaperimarkkinaoikeudellisesti puolueettomuusasema suhteessa tietoon.

Julkistamisen jälkeenkään tieto ei ole koskaan täydellinen, vaikka se voi olla riittävä sijoitusratkaisujen tekemiseen. Kullekin osapuolelle tieto näyttäytyy aina osittain puutteellisena. Johdolla on mahdollisuus tehdä tiedon merkitystä muuttavia ratkaisuja. Vain se voi tietää asian todellisen merkityksen, koska se voi omilla toimillaan myös muuttaa tiedon arvoa. Todellisen merkityksen asia saa vasta sitten, kun yhtiö on päättänyt, miten se reagoi tietoon. Tulevaa reaktiotaan tai asian johdosta aiheutuvia toimia yhtiön ei tarvitse julkistaa. Sen vuoksi tieto saattaa saada yhtiössä ja markkinoilla kokonaan erilaisen merkityksen. *Yhtiöntieto* ei voi olla itsenäinen oikeudellisen arvioinnin kohde, koska yhdelle tieto merkitsee yhtä, toiselle toista. Ensinnäkin yhtiöntieto ei voi olla itsenäinen oikeudellisen arvioinnin kohde, koska yhtiöntieto ei ole pelkästään yksittäinen informaatiokomponentti. Siihen ei voi kohdistua oikeuksia, jotka perustuvat jonkin toisen osapuolen tekemään merkityksen rajaamiseen oikeudenkäytössä; liiketoiminnassa kukaan ulkopuolinen ei voi sanoa, mitkä asiat kuuluvat ao. tietoon ja mitkä eivät [vrt. kappale 6.5 Yritys tiedon arvon puhdistamiseksi].

Toiseksi yhtiöntieto ei voi olla itsenäinen oikeudellisen arvioinnin kohde, koska päätösvalta tiedosta kuuluu yhtiölle.⁵⁴⁷ Sillä on paitsi velvollisuus myös

⁵⁴³ Epävarmuuden vaikutusta johdon riskinottohalukkuuteen voidaan vähentää ns. johtajavakuutuksella, ks. esim. *Kaisanlahti* 1999, 101–102, ja *Toiviainen* 1992, 536.

⁵⁴⁴ Käräjäoikeuden ratkaisuista on *Kurenmaan*, 134, mukaan lisäksi luettavissa, että keskeinen kriteeri arvioitaessa tiedon kehittymistä olennaisuuden asteelle on kaupan toteutumisen todennäköisyys. Vrt. kuitenkin myös BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., 17 ja 36, mistä käy ilmi, että sisäpiirintiedolta ei vaadita niin suurta konkreettisuutta tai tapahtuman toteutumisen varmuutta kuin tiedon julkistamisvelvollisuuden ollessa kyseessä.

⁵⁴⁵ Vrt. kuitenkin *Kurenmaa*, 135, joka selostamiensa käräjäoikeuden ratkaisuihin viitaten toteaa sisäpiirintiedon olennaisuuden olevan ainakin yrityskaupoissa sidoksissa kaupan suuruusluokan lisäksi myös tiedon kehityssasteeseen. Näiden kahden kriteerin eron *Kurenmaa* näkee siten, että tehtäessä arviota tiedon olennaisuudesta kaupan tulee aina olla riittävän kokoinen, mutta tiedon kehityssateen osalta arvio on joustava.

⁵⁴⁶ Vrt. toisin *Rautio*, 1495, jonka mukaan hyvin yleispiirteiset kaavailut yrityksen toiminnan suuntaamisesta eivät vielä voi olla sisäpiirintietoa. Tähän näkökantaan en mitenkään saata yhtyä. – Johonkin on raja vedettävä vaikutuksen häviämisenkin osalta. Johto saattaa todeta yrityskaupan yhteydessä, että neuvottelut aloitettiin vuonna 1992 ja ne päättyivät kymmenen vuotta myöhemmin yhtiöiden fuusioon. Kohtuudella näin pitkää tiedon vaikutuksen kestoa ei ole hyväksyttävä.

⁵⁴⁷ *Samuelsson*, 141.

oikeus päättää, miten se tiedonjulkistuksessa rajaa tietoa julkistettaviin ja salassapidettäviin asioihin. Sen sijaan ulkopuolisella sijoittajalla ei ole valtaa edes vaatia tiettyä tietoa. Hänen on tyydyttävä yhtiön määrittelemiin julkistettavan tiedon rajoihin. Niin kauan kuin tieto on yhtiöntietoa, yhtiö päättää siitä ja vasta sen jälkeen, kun osa siitä on julkistettu, muiden oikeudet siihen alkavat. Tiedot yhtiöntiedon kokonaisuudesta tulevat osittain näkyviksi, osittain ne jäävät näkymättömiksi.

Jos ristiriitaisuuksia yhtiön uusien ja aiemmin antamien tietojen välillä havaitaan, tulisi yhtiöltä vaatia selitys siitä, mikä tieto on oikea eli mihin sijoittajan tulisi sijoituspäätöksessään enemmän tukeutua.⁵⁴⁸ Tällainen oikeus tulisi eksplisiittisesti antaa ainakin pörssille ja valvontaviranomaiselle, koska markkinaluottamus edellyttää kaiken yhtiön julkistaman tiedon olevan oikeaa.⁵⁴⁹

Ratan kannanoton mukaan tieto on tullut liikkeeseenlaskijan tietoon, kun toimitusjohtaja tai yksikin hallituksen jäsen on saanut siitä tiedon.⁵⁵⁰ Ratan ohje voi kuitenkin johtaa tilanteisiin, joissa ohjetta on pakko jättää noudattamatta. Näin käy esimerkiksi silloin, jos sama henkilö on A- ja B-yhtiöiden hallituksen jäsen ja B päättää ryhtyä toimeen, joka vaikuttaa A:n osakkeen arvoon. Henkilön pitäisi siis kertoa tieto A:lle heti ja A:n julkistaa B:n päätös, vaikka se olisi salainen. Hallituksen jäsen ei voi kertoa tietoa A:lle toimimatta lojaliteettia vastaan. Tämä osoittaa, että tiedonantovelvollisuuden noudattaminen voi aiheuttaa ongelmia.⁵⁵¹ Voidaan siis muotoilla myös seuraava kysymys: Voiko samanaikainen lojaliteetti toiselle hallitukselle johtaa väärinkäytökseen? Toimitusjohtajan kohdalla kysymyksen ratkaisu tällaisessa tilanteessa on helpompi, koska hänellä ei voi olla suurempaa lojaliteettia kuin mikä kohdistuu omaan yhtiöön [muulta osin kysymykseen vastataan lojaliteettivajeen ja -vastuun yhteydessä tarkemmin].

Julkistamisvelvollisuuden ei katsota syntyneen vielä silloin, kun joku muu

⁵⁴⁸ Sijoittajan kyselyoikeus toteutuu ainoastaan yhtiökokouksessa.

⁵⁴⁹ *Kronman*, 7–8, kuvaa erilaisia erehdystilanteita sopimusten synnyssä ja toteaa, että vaikka erehtynyt osapuoli on yleensä paras ehkäisemään erehdyksen syntymisen, niin toiselle osapuolelle virheen oikaisu voi olla silti halvempaa. Arvopaperimarkkinoille sovellettuna tämä merkitsee sitä, että oikaisun voi tehdä kuitenkin vain se osapuoli, yhtiö, jolla on pääsy laajempaan olennaiseen tietoon.

⁵⁵⁰ Rata Kannanotto K/42/2002/PMO: 7:1. Pörssin säännöissä tietoon tuleva seikka koskee hallitusta vain silloin kun kyse on tuloksesta tai tase- tai rahoitusasemasta (HAOS A5.435). – Vaatimus tiedoksi tulemisesta on ilmeisesti peräisin haasteen antamisesta tiedoksi. Haaste on annettu yhtiölle tiedoksi, jos toimitusjohtaja tai hallituksen jäsen on sen saanut. Se merkitsee myös sitä, että haaste on julkinen.

⁵⁵¹ Vastaavanlainen sääntö sisältyy arvopaperivälittäjien osalta AML 2:7§2–3, jonka mukaan toissijaisesti myös – – arvopaperinvälittäjä – – [on] velvolli[nen] julkistamaan tietoonsa tulleet osakkeen arvoon vaikuttavat tiedot, joita ei ole muuten julkistettu – –. Säännös on ongelmallinen, koska usein arvopaperinvälittäjä toimii julkista ostotarjousta suunnittelevan yhtiön neuvonantajana ja sen tulisi näin ollen toissijaisen julkistamisvelvollisuuden perusteella julkistaa tietoonsa tulleet kurssiin vaikuttavat asiat, *Sillanpää* 1992, 650.

yhtiön palveluksessa oleva tietää asian.⁵⁵² Epäilyjä tai arvauksia asiain tilasta ei voida lukea tiedoksi. Ero todellisen ja tulkinnallisen tiedon välillä ei ole kuitenkaan ajallisesti selvä. Joku voi tietää faktan näkemättä vielä sen merkitystä. Tieto voidaan todentaa, mutta esimerkiksi siitä aiheutuvia riskejä ei. Tiedon kehitysasteen arviointi voi olla vaikeaa juuri siksi, että kaikki yhtiön julkistettaviksi tulevat tiedot eivät synny samalla tavalla.

Arvopaperimarkkinallain puolella ei ole tiedon syntyä ja sen julkisuusvaiheita tarkasteltu yhtä täsmällisesti, kuin julkisen hallinnon puolella on määrätty viranomaisasiakirjojen julkistamisesta.⁵⁵³ Verrattuna viranomaisasiakirjojen julkisuuteen yhtiöntiedon muodostusprosessi on kovin erilainen. Viranomaisen laatima esitys, ehdotus, aloite, ilmoitus ja hakemus liiteasiakirjoineen tulevat yleensä julkisiksi, kun ne on allekirjoitettu tai vastaavalla tavalla varmennettu.⁵⁵⁴

Vastaava hallinnollinen menettely yritystoiminnassa on hidas, raskas ja yhteensopimaton yritystoiminnan nopeamman ja mutkattomamman päätöksenteon vuoksi.⁵⁵⁵ Sen lisäksi samanlainen julkisuusajattelu voisi tuottaa pörssiyhtiölle hankalia tilanteita esimerkiksi silloin, kun viranomainen julkistaa yhtiötä koskevan päätöksen, ennen kuin se on ehtinyt yhtiölle virallisesti tiedoksi, pelkästään sen vuoksi, että toimittaja on sattunut soittamaan viranomaiselle juuri oikeaan aikaan. Siksi olisi *de lege ferenda* kohtuullista, että tiedon on tultava yhtiölle tiedoksi, ennen kuin viranomainen saa pörssiyhtiötä koskevan päätöksen julkistaa. Tällä varattaisiin pörssiyhtiölle säännösten luoma turva tiedottamiseen valmistumiseksi.

Julkisuuslakia koskevista kommentaareista on kuitenkin saatavissa viitteitä siitä, mitä vaiheita päätöksen valmisteluprosessissa yleensä voidaan katsoa olevan. Viranomaisen valmisteluasiakirjat muodostavat suhteellisen moniaineksisen kokonaisuuden, johon kuuluvat erityisesti päätöksen valmisteluun välittömästi liittyvät asiakirjat, merkittävät selvitykset, tutkimukset ja tilastot, talousarvion asiakirjat ja asiantuntijalausunnat. Julkisen hallinnon ja yritystoiminnan keskeisiä asian valmisteluun liittyviä eroja on se, että julkisen hallinnon puolella *valmistelu on painotunut kirjallisiin dokumentteihin*, kun taas yritystoiminta on liikkuvampi ja sen vuoksi valmistelu perustuu paljolti suulliseen kommunikaatioon.

Hallintoviranomaisten valmistelutavasta voi kuitenkin saada viitettä siitä, miten päätöksenteko yritysorganisaatioissa kypsyä valmistelun aikana. Juridiselta kannalta ongelmaksi saattaa tulla se, että yhtiön toimin-

⁵⁵² Englantilaisessa vakuutus oikeudessa tosin katsotaan, että johto tietää seikan i) kun joku hänen alaisistaan tietää sen, ii) kun hänen voidaan arvioida tietävän seikan yleisen elämäkokemuksen perusteella, tai iii) kun hänen olisi pitänyt osata päätellä tiedon arvo sen kokemuksen perusteella, mikä hänellä ao. toiminnasta on tai tulisi olla. *M Clarke*, 207–208.

⁵⁵³ Ks. *Mäenpää*, 76 ss., 96 ss.

⁵⁵⁴ *Ibid.*, 76.

⁵⁵⁵ Saman näkökohdan oikeudelliseen relevanssiin arvopaperimarkkinoilla kiinnittää huomiota *Aarum*, 129 ss., jonka mukaan ei voi edellyttää, että johto ryhtyy selvittämään markkinoille annetun tiedon vaikutuksia, koska se jähkistää ja vie aikaa itse liiketoiminnalta.

nasta on vaikea jälkikäteen löytää sellaista päätöstä tai päätökseen liittyvää dokumenttia, johon tiedonjulkistuksen ajankohtaa etsittäessä voitaisiin tukeutua. Keskeisiä dokumentteja yhtiössä ovat hallituksen pöytäkirjat sekä asian käsittelyssä käytetyt muistiot.

Yhtiönkin suunnitelmat pyritään yleensä laatimaan sellaisiksi, että niiden on mahdollista toteutua. Yhtiöillä on myös erityisen suuri kannustin toimia suunnitellusti ja hallitusti. Koska seurattavat asiat ovat arvioitavissa toimintasuunnitelman puitteissa, yhtiö näkee ajantasaisten järjestelmiensä avulla, milloin kehityksen suunnassa alkaa tapahtua poikkeuksia ja milloin suunnitelma etenee käsikirjoituksen mukaan. Tällöin julkistettava tieto onkin paljolti itse asiassa suunnitelman toteutumisen tai siinä tapahtuvien poikkeusten julkistamista.

Toimintasuunnitelmassa havaitun muutoksen tai muun tiedon luotettavuus ei ole kuitenkaan aina selvä, mistä aiheutuva tiedon luotettavuuden tarkistaminen muodostaa aiheellisen viivästyksen tiedon julkistamiselle. Tällöin liikkeeseenlaskijan on kuitenkin harkittava, olisiko kaupankäynnin järjestäjältä haettava kaupankäynnin keskeyttämistä. Jos taas arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavan seikan yksityiskohdat eivät ole vielä tiedossa, on liikkeeseenlaskijan kuitenkin julkistettava pääkohdat.⁵⁵⁶

5.4.2 Tiedotustehtävien samanaikaisuus julkistamista harkittaessa

Tiedon kypsyminen yhtiössä julkistamishetkeä kohti merkitsee usein kiireistä tapahtumien vyöryä. Tiedonantovelvollisuus on omalta osaltaan lisäämässä asioiden hallittavuuden vaikeuskerrointa. ”Saatuaan asiasta tiedon” on lähtökohtainen edellytys toimintaketjulle, jonka mukaan yhtiön on Ratan kannanoton mukaan *samanaikaisesti* toimitettava kolmea asiaa:

- 1) ”ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin”,
- 2) ”tarkistettava tiedon luotettavuutta” ja *tällöin*
- 3) ”harkittava, olisiko kaupankäynnin keskeyttämistä haettava”.⁵⁵⁷

⁵⁵⁶ Ratan Kannanotto K/42/2002/PMO, kohta 7.

⁵⁵⁷ Julkistettavat seikat on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä asian tultua liikkeeseenlaskijan tietoon. Toimitusjohtajan ja yhdenkin hallituksen jäsenen saatua asiasta tiedon on hänen ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin asian julkistamiseksi ilman aiheetonta viivytystä. Aiheellinen viivytys julkistamisessa on kyseessä esimerkiksi silloin, kun tiedon luotettavuus on tarkistettava ennen julkistamista. Tällöin liikkeeseenlaskijan on kuitenkin harkittava, olisiko kaupankäynnin järjestäjältä haettava kaupankäynnin keskeyttämistä. Jos taas arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavan seikan yksityiskohdat eivät vielä ole tiedossa, on liikkeeseenlaskijan kuitenkin julkistettava pääkohdat. Ratan kannanotto K/42/2002/PMO 7:1.

Kysymys, milloin tieto voidaan katsoa saaduksi, on ratkaistava itsenäisesti ennen tiedosta johdettavien muiden tehtävien tutkimista. Kun tiedon virta on käytännössä jatkuvaa, se merkitsee, että yhtiöllä on oltava koko ajan valmius ryhtyä tarvittaviin toimiin.

”*Saatuaan asiasta tiedon*” näyttää määrittävän useilla erityyppisillä perusteilla. Ilmaisuihin kiinnittää ensimmäiseksi huomiota siihen, että tieto tulee itsen (siis julkistamisvelvollisen henkilön) ulkopuolelta. *Tieto saadaan* tarkoittaa ensi sijassa sitä, että joku toimittaa tiedon, tieto luetaan jostain, tieto kuullaan jostain. Tämä on yhtiön johdolle tavallinen tapa tiedonkäsityksen muodostumiseen. Johdon aika kuluu suurimmalta osin kokouksissa ja neuvotteluissa. Ohjeissa ei kuitenkaan oteta kantaa siihen, tuleeko tieto yhtiön sisä- vai ulkopuolelta. Niitä on sen vuoksi pidettävä tiedon saamismielessä yhtä tärkeinä (tiedonjulkistamisen valmistautumismielessä syntyy ero siinä, tuleeko tieto sisältä vai ulkoa). Tiedon saamista ei kuitenkaan voitane rajoittaa siihen, että toinen henkilö (yhtiön sisä- tai ulkopuolinen), jokin tekijä tai ärsyke saa aikaa ymmärryksen siitä, että kyseessä voisi olla uusi tieto. Myös henkilö itse voi tulla (esim. yhtiötä tai markkinoita koskevaan aineistoon perehtyessään) siihen lopputulokseen, että tieto on uusi.

Sanamuoto *tiedon* ei tarkemmin määrittele sitä, kuinka paljon tietoa on saatava, jotta tieto olisi julkistettava tieto. Jos sanottaisiin, että saatuaan asiasta *tietoa*, tarkoitettaisiin, että pienikin tiedonmurunen, tiedonjyvä voisi olla riittävä. Näin ei kuitenkaan ole, vaan sanotaan *tiedon*. Ollakseen siis julkistettavissa, tiedon pitää muodostaa ainakin yhtiön johdolle riittävä näkemys sen merkityksestä, siitä, onko tieto olennainen vai ei. Tämä on arvioitavissa sillä perusteella, millä tiedoilla johto yleensä tekee ratkaisujaan. Se merkitsee, että mitä vähäisemmin havaittavien dokumentoiduin edellytyksin yhtiö tekee ratkaisujaan yleensä, sitä vähemmän tarvitaan myös konkreettista näyttöä siitä, että johto olisi saanut tiedon.

Usein uuden tiedon saamishetki voidaan määritellä melko riidattomasti taloudellisten lukujen kohdalla. Mutta sanonnan *saatuaan* ei voida katsoa edellyttävän välttämättä, että tiedon saamisella olisi aina osoitettavissa jokin selvä hetki, jota voitaisiin pitää yhtenä julkistettavan seikan tunnusmerkkinä, vaan painoa on annettava myös muille tekijöille.

Toukokuun 15. päivänä 2001 pörssin NM-listalla noteerattu Jippii Group julkisti alkuvuoden osavuositarkastuksen, jonka mukaan liikevaihto kasvoi edellisvuodesta 266 % ollen 21,7 milj. euroa. Liiketulos oli kuitenkin tappiollinen 1,8 milj. euroa. Koko vuoden tuloksen ennakoitiin nousevan kuitenkin noin 6 milj. euroon (tosin mainitsematta tarkemmin, mitä tulokäsitettä yhtiö käytti). Tarkastelematta tarkemmin heikkoa tulostaan tai selittämättä siihen johtaneita syitä yhtiö kuvasi laajasti monisivuisesa katsauksessaan yhtiön toimintoja, jotka loivat suhteettomien lukujen käyttämisellä kuvaa yhtiön menestyksestä: Ennätysellisen kasvun kat-

sottiin olevan osoitus Konsernin valitseman monipalvelustrategian toimivuudesta. ”Konserni on pystynyt nopeasti ja kustannustehokkaasti monistamaan palveluita uusille markkinoille, joiden kokonaisarvo Euroopassa on noin 200 miljardia euroa vuodessa – – Sopimusten kautta Jippiin mobiiliportaalilla oli siten noin 44,3 miljoonaa potentiaalista suoran laskutuksen piirissä olevaa asiakasta – – solmittu sopimus Telefonican kanssa nosti potentiaalisten asiakkaiden määrää 14 miljoonalla eli yhteensä 58,3 miljoonaa. Lisäksi Jippiin SMS-palveluita voi tilata premium-numeroihin soittamalla operaattorista riippumatta Saksassa, Hollannissa, Ruotsissa ja Iso-Britanniassa, mikä nostaa potentiaalisten asiakkaiden määrää 93,6 miljoonalla. Näin potentiaalisten asiakkaiden yhteismääräksi saadaan 151,9 miljoonaa, mikä tekee Jippiistä maailman suurimman SMS-lisäarvopalvelujen tarjoajan. – Yritysdivisioonan osuus kasvoi 275 % edellisvuoden ensimmäiseen vuosineljänneeseen verrattuna, mikä oli hieman nopeammin kuin kuluttajadivisioonan 260 % – – nopeinta liikevaihdon kasvu – – oli E-commerce-yksikössä 442 % ja mobiiliportaaliyksikössä 309 %.

23.5.2001 (runsasta viikkoa myöhemmin) Jippii tarkensi kasvuennusteitaan vielä pidemmälle aikavälille ja ilmoitti, että vuoden 2002 liikevaihdoksi tulee vähintään 1,7 mrd mk (285 milj. euroa). Kuluvan vuoden liikevaihdoksi arvioitiin 700 milj. markkaa ja voitoksi 35 milj. markkaa. Lisäksi yhtiö totesi, että ”tähän asti Konserni on pystynyt aina ylittämään omat kasvuennusteensa”.

15.8.2001 ilmestyi yhtiön seuraava osavuosikatsaus, joka oli markkinoille shokki. Saksan vaikeudet ajoivat alkuvuoden tuloksen pakkaselle ja vuoden ensimmäisen puoliskon tulos oli –4,7 milj. euroa. Lisäksi yhtiö varoitti, että koko vuoden tuloksen etumerkki oli jäämässä negatiiviseksi, kun odotetut kustannussäästöt ja myynti jäivät saavuttamatta. Tieto aiheutti osakkeen arvossa yli 30 prosentin pudotuksen. Vielä seuravanaikin päivänä Jippii Groupin osake jatkoi syöksykierrättään ja heikentyi jälleen lähes kolmanneksen.

Pörssin kurinpitolautakunta piti yhtiön rikkomuksia vakavina. Pörssin selvitysten mukaan yhtiön tiedossa oli ollut taloudellisen seurantajärjestelmän ongelmat sekä suurimman yksikön merkittävät taloudelliset ja tuotannolliset ongelmat. Käytännössä siis yhtiön johdon olisi pitänyt tietää, etteivät ennusteet olleet valideja. Asiaa ei helpottanut se, että ongelmien odotettiin yhtiössä tulevan kuitenkin nopeasti ratkaistuksi eikä niitä mainittu ennusteissa. Vaikka ongelmat kärjistyivät kesällä, niistä ei tiedotettu ennen elokuun puoliväliä. Kurinpitolautakunta: Huomautus ja 50 000 euron kurinpitomaksu. [Kursivoinnit tässä, tapauksesta myös luvussa 3.3.1.]

Tällä tavoin saatuaan-käsite on yhteydessä, kuten edellä mainitussa esimerkissä, käytettyihin taloudellisiin seurantajärjestelmiin. Yhdistettynä ajankohtaan ja liioittelevaan ilmaisutapaan, ne loivat edellytykset tiedonjulkistamisrikkomuksen vakavuudelle. Vaikuttavana tekijänä saatuaan-käsitteen arvioinnissa voidaan lisäksi pitää johtavassa asemassa olevalta henkilöltä edellytettävää osaaamista. Johdolta saatuaan tiedon -käsite edellyttää vastakohtanaan yksinkertai-

sesti puhdasta tietämättömyyttä, koska johdolta on luottamusasemassa edellytettävä aktiivista huolenpitoa ja siihen liittyvää selonottovelvoitetta silloinkin, kun on kyse vähäisestä viitteestä. Tämä johtuu siitä, että ulkopuolisella sijoittajalla ei ole puolestaan minkäänlaisia selonottomahdollisuuksia, kun taas johdolla on käytettävissään tätä varten yhtiön oma organisaatio. Myös on ilmeistä, että tiedon poikkeavuus tavanomaisesta vaikuttaa siihen, kuinka selvästi saaduksi tietoa voidaan arvioida. Mitä enemmän tieto (tai vielä enemmän *tietotyyppi*) poikkeaa tavanomaisesta, sitä vähemmän voidaan puoltaa johdon suojaamista.

Näin *tiedon ajankohtaistumisesta voi olla useita merkkejä*. Tietoon tulemisen tosiseikaston em. tyyppinen laajentaminen voi merkitä myös sitä, että samantyyppisissä asioissa *tietointulemishetki voi määräytyä eri perusteilla eri yrityksissä* yhtiön liiketoiminnan luonteen mukaan.

Faktisia tapahtumia voidaan yrittää siirtää eteenpäin, jos tiedotusajankohta on yhtiön muuta toimintaa ajatellen vahingollinen ja sopimaton. Hallituksen kokous voidaan keskeyttää ja jatkaa sitä esim. seuraavana päivänä. Asiasta voidaan kokouksessa myös vain keskustella ja jättää virallinen päätöksenteko myöhemmäksi, vaikka keskustelun sisällön mukaan alettaisiinkin jo toimia.

Hyvän esimerkin tarjoaa osavuositarkastuksen sisältöä koskeva tiedottaminen. Se on hyvä sen vuoksi, että julkistamisajankohta pitää ilmoittaa etukäteen. Pääsäännön mukaan asiasta on tiedotettava heti kun päätös on tehty. Tämä merkitsee rajanvetoa siinä, milloin päätös katsotaan tehdyksi: Tarkoitetaanko sitä ajankohtaa, jolloin päätös on faktisesti tehty vai sitä ajankohtaa, kun se on allekirjoitettu? Usein, varsinkin osavuositarkastuksen kohdalla asiaa ei saada käsitellyksi yhdessä kokouksessa, vaan asia siirtyy ainakin joiltain osin myöhempään ajankohtaan. Tavallista on, että päätös faktisesti tehdään ja hyväksytään lopullinen muoto vasta seuraavana päivänä puhelinkokouksessa. Tällöin voitaisiin ajatella, että kyseessä olisi se hetki, jolloin päätös on faktisesti tehty.

Mutta jos tämä tulkinta viedään toiseen tilanteeseen, jossa on kyse yrityskaupasta, tilanne onkin toinen. Jos asian voidaan jälleen katsoa olevan faktisesti valmiin ja sovitun, mutta allekirjoitukset asiasta puuttuvat, faktista päätöstä ei voidakaan hyväksyä tulkinnaksi, koska usein faktisenkin yhteisymmärryksen jälkeen, varsinkin kansainvälisissä yrityskaupoissa, tapahtuu viime hetken muutoksia sopimustekstiin, ”vedäystä”, ”lypsämistä”, jolloin koko asian on mahdollista vielä kaatua erimielisyyksiin. Tällöin vasta allekirjoitustapahtuma on julkistettava ”päättös”.

Myös julkistuksen ajankohdan määrittelyssä on tapahtunut muutos pörssin kaupankäynnin aukiolon pidentyessä. Aikaisemmin oli käytössä sellainen tulkinta, että jos päätökset tehtiin klo 16 jälkeen, jolloin pörssi oli suljettu, voitiin asiasta tiedottaa seuraavana aamuna. Nytemmin tulkinta on tiukentunut: vaikka päätös olisi tehty illalla, se tulee tiedottaa heti, vaikka pörssi olisi suljettukin, koska kauppaa voidaan tehdä muissa pörsseissä tai pörssin ulkopuolellakin (jolloin tosin joudutaan maksa-

maan varainsiirtovero). Ilman aiheutonta viivytystä tapahtuvan julkistamisen takana on ajatus, että puutteellisilla tiedoilla voitaisiin tehdä kauppaa mahdollisimman lyhyen ajan. Kaupankäynnin keskeyttämisellä on hieman sama ongelma, koska kauppaa voidaan tehdä silloinkin pörssin ulkopuolella.

Tämä merkitsee myös sitä, *ettei pitäisi antaa yksinään ratkaisevaa merkitystä lain tulkinnassa sille, että tiedon pitää olla päätös, ennen kuin tieto pitää julkistaa*.⁵⁵⁸ Päätöskriteeriä voidaan edelleen käyttää, mutta kriteeristön joukkoon tulisi sisällyttää muita, edellämainitunlaisia paikkaavia ja tilanteet huomioivia tiedonantovelvoitekriteerejä, joilla vähennetään tiedon tai päätöksen syntymisen manipuloitavuutta.

Ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin ei sekään voi merkitykseltään jäädä täysin harkinnanvaraiseksi. Tarvittavat toimenpiteet merkitsevät vastuuhenkilön toimenpiteitä, vähintään kannanottoa siihen, mitä seuraavaksi tehdään. Varsinaisesti toimenpiteellä tarkoitetaan kuitenkin konkreettista tekemistä: neuvottelua, yhteydenottoa tietolähteisiin lisätiedon hankkimista varten, yhteydenottoa tiedotushenkilöstöön julkistamiseen valmistautumista⁵⁵⁹ varten tai talousosastoon tiedon taloudellisen merkityksen arvioimista varten.

Sinänsä tarvittavien toimenpiteiden määrä ja laatu on yhtiön itsensä arvioitava suhteessa tiedon poikkeuksellisuuteen. Mitä poikkeuksellisemmasta tiedosta on kysymys, sitä perusteellisempia ja laajempia toimenpiteitä yhtiöltä on kohutuullista odottaa. Olennaista kuitenkin lienee, että jälkikäteen olisi jollain tavalla todennettavissa, mihin toimiin yhtiö oli tiedon saatuaan ryhtynyt, ja että toimet olisivat suhteessa tiedon mahdolliseen merkitykseen ja siihen kokemukseen, mikä johdolla on yhtiön toiminnasta ja toimialasta tiedon saadessaan. Mitä kauemmin johto on toiminut tehtävässään, sen parempi kyky sillä on arvioida tiedon merkitystä.⁵⁶⁰

Tarkistettava tiedon luotettavuutta on yhtiölle asetettu velvoite olla päästämättä julkisuuteen tietoja, joita se ei ole tarkastanut. Yhtiön ei näin ollen oletetakaan julkistavan sellaisia tietoja, jotka eivät sen oman käsityksen mukaan ole kyllin luotettavia perustellun arvion tekemiseksi yhtiöstä ja osakkeesta. Paras kriteeri tiedon luotettavuuden arviointiin on, että yhtiö itse voi sen perusteella alkaa tehdä liiketoimintaratkaisuja.⁵⁶¹

⁵⁵⁸ AML 2.7§: ”[]iikkeeseenlaskijan on – julkistettava – kaikki sellaiset päätöksensä –”.

⁵⁵⁹ Yhtiön tiedotusfunktio on tavallisesti ja kuvaannollisesti yhtiön ravintoketjun loppupäässä: kaikki se aika, joka olisi voitu käyttää tiedottamiseen valmistautumiseksi, on käytetty siinä vaiheessa kun yhtiön tiedotusosasto kytketään asioihin mukaan.

⁵⁶⁰ Yhtiöinformaation laatu on myös markkinaolosuhteiden variaabeli. Kun yhtiön omistus sementoituu ja vaihto pienenee, sen mielenkiinto yhtiöntiedon tason säilyttämiseen heikkenee. Toisaalta laadukas tiedottaminen voi myös tyrehdyttää koko osakevaihdon sellaisessa (yleensä pienessä) yhtiössä, jolla on pieni ulkona olevien osakkeiden määrä, koska sijoittajat saattavat ajatella, että hyvin tiedottavan yhtiön osakkeita ei kannata myydä.

⁵⁶¹ KM 1991: 48, 146.

Tavanomaisina luotettavuuden tarkistuskeinoina ovat esimerkiksi yhtiön oman tiedon uudelleenlaskenta, perusteiden läpikäyminen tai tiedon vertaaminen aiemmin julkistettuihin tietoihin. Mikäli tieto on saatu yhtiön ulkopuolelta, tarkistuskeinoina voidaan pitää esimerkiksi tiedon vertaamista yhtiön aiemmin käyttämiin lähteisiin (mitä tuntemattomampi tietolähde, sitä kriittisemmin siihen on suhtauduttava) tai tiedon laskentaperusteiden läpikäymistä. Tiedon luotettavuuden tarkistamista on pidettävä vain esimerkkinä syistä, joita yhtiöllä voi olla julkistamatta jättämiseen. Luotettavuuden tarkistaminen voi kohdistua myös tiedon sijasta tiedon lähteen tai tiedon kanavan luotettavuuteen.

Problemaattiseksi, joissain tilanteissa kiusalliseksi, mutta ehkä merkityksen kannalta jatkuvasti tärkeämmäksi johdon kannalta tulee se, onko yhtiön voitava tarkistaa tiedon lähettäjän tai julkistajan henkilöllisyys tai motiivi. Perättömien tai vain osittain perättömien tietojen levittäminen tai jonkin seikan merkityksen kohtuuttomaksi paisuminen voi kilpailluilla markkinoilla aiheuttaa yhtiölle kohtuuttomia kustannuksia. Yhtiön ei tarvitse aina kommentoida huhuja, vaikka johto olisi saanut niistä tiedonkin. Jos pörssi näkee, että markkinoilla liikkuva huhu vaikuttaa yhtiön osakkeen hinnoittelua vääristävästi, pörssi voi pyytää yhtiötä kommentoimaan tietoa [tarkemmin huhuja on käsitelty kappaleessa 5.3.3]. Tässä suhteessa sekä yhtiö että pörssi omalla markkina- ja valvontafunktiol- laan turvaavat yhtiön osakkeen oikeaa hinnoittelua.

Kolmas asia, johon Ratan ohje samanaikaisesti kehottaa, on *harkinta siitä, olisiko kaupankäynnin keskeyttämistä haettava*. Harkinta aiheutuu ensi sijassa siitä, että edellä mainittujen kahden asian samanaikaisen toimittamisen viipyminen uhkaa kaupankäynnin tasapuolisuutta, hinnanmuodostusta tai ainakin sitä, ettei näistä voida varmistua. Tässä ei ole tarkoituksenmukaista tarkastella enempää kaupankäynnin tasapuolisuutta ja hinnanmuodostusta, muuta kuin todeta, että kaupankäynnin keskeyttämiseen ei olisi ryhdyttävä ilman erityisiä syitä. Arvopaperimarkkinoiden keskeinen toimintaperiaate on jatkuva kaupankäynti ja jatkuva tiedon hintoihin siirtyminen. Kaupankäynnin keskeyttämisen tarkoitus on ainoastaan turvata tiedon julkisuuteen saattaminen siten, ettei mahdollinen vuoto vaikuta hintaa vääristävästi.

Seuraavassa esimerkkejä kaupankäynnin keskeytyksistä:

- Pörssi ilmoitti keskeyttäneensä Kemiran osakkeen kaupankäynnin 31.8.2001 klo 10.51. Kemira Oyj ilmoitti omalla pörssitiedotteellaan pyytäneensä keskeyttämistä klo 11.10. Yhtiö julkisti klo 12.50 yhtiön liittyvistä teollisista järjestelyistä. Se kertoi saaneensa Kauppa- ja teollisuusministeriöltä tiedon, jonka mukaan oli syntymässä pohjoismainen erikoiskemikaaleihin keskittyvä konserni, jossa se oli yhtenä osana.
- Pörssi ilmoitti keskeyttäneensä yhtiön pyynnöstä Sammon osakkeen kaupankäynnin 21.5.2001 klo 10.00. Samana päivänä klo 13.45 yhtiö julkaisi pörssitiedotteen, jonka mukaan se ehdotti yhdistymistä norjalaisen Storebrandin kanssa tavoitteenaan muodostaa Pohjoismaiden johtava finanssipalvelukonserni.

- Pörssi ilmoitti keskeyttäneensä yhtiön pyynnöstä Elisa Communications Oyj:n osakkeen kaupankäynnin 21.3.2001 kello 8.20 yhtiön pyynnöstä. Yhtiön tarkoituksena oli julkistaa tiedote myöhemmin saman aamupäivän aikana. Kello 9.10 Elisa lähetti kutsun tiedotustilaisuuteen: Elisa Communications Oyj ja Soon Communications Oyj järjestävät tänään keskiviikkona 21.3.2001 kello 14.00 tiedotustilaisuuden Tampereella Soon Communications Oyj:n auditoriossa. Tiedotustilaisuuden aiheesta yhtiöt antavat pörssitiedotteet aamupäivän aikana. Lisäksi Elisa Communications Oyj järjestää erillisen puhelinneuvottelun analyttikkoja varten klo 16.00. Kello 11.10 Elisa julkisti pörssitiedotteen, jonka mukaan yhtiöltä on tulossa osakevaihtotarjous Soon Communications Oyj:n osakkeenomistajille: Elisan ja Soonin eli entisen Tampereen Puhelin Oyj:n, hallitukset ovat hyväksyneet sopimuksen yhtiöihin liittyvistä omistus- ja liiketoimintajärjestelyistä.
- Outokumpu julkisti 27.9.2000 pörssitiedotteen, jonka mukaan Outokumpu Oyj ja Avesta Sheffield AB vahvistivat mediassa liikkuvat huhut siitä, että osapuolet käyvät keskusteluja mahdollisesta fuusiosta Avesta Sheffield konsernin ja Outokummun ruostumattomasta terästuotannosta vastaavan Outokumpu Steel Oy:n välillä. Mikäli hanke etenee, fuusio synnyttäisi yrityksen, joka on maailman toiseksi suurin ruostumattoman teräksen tuottaja. Molemmat yhtiöt pyysivät aamulla, että kaupankäynti niiden osakkeilla keskeytetään Helsingin ja Tukholman Pörseissä. Lisätietoja julkistetaan kun niitä on saatavilla. Näin tapahtui seuraavana päivänä.

Alun perin kaupankäynnin keskeyttämisen syinä on mainittu hyvän tavan tai eri asteisten arvopaperipörssin toimintaa ja kaupankäyntiä koskevien normien vastainen toiminta taikka muu hinnanmuodostumiseen vaikuttava seikka.⁵⁶² Edellä olevista esimerkeistä käy ilmi, että kaupankäynnin keskeyttäminen koskee nykyisin lähinnä hinnanmuodostuksen takaamista.

Kaupankäynnin keskeyttämisen toinen puoli sijoittajansuojan ja hinnanmuodostuksen ohella on mahdollisuus, että keskeyttämisestä huolimatta asiaan ei kohtuullisessa ajassa saada lainkaan selvyttä. Joskus voi kulua viikkojakin ennen kuin tiedetään, mistä on ollut kysymys. Jos sijoittaja tästä huolimatta haluaisi ottaa riskin ja sijoittaa tai jos hänen olisi välttämätöntä saada kaupat tehtyä vaikka alhaisemmalla hintatasollakin, olisi vaikea perustella sitä, miksi kaupankäynti ei voisi jatkua epävarmoista olosuhteista huolimatta. Periaatteessa sijoittajan täytyy voida saada käydä kauppaa myös epävarmuuden vallitessa. Olennaista sijoittajalle on sen sijaan saada tieto siitä, että nyt käytössä ja olemassa oleva tieto on epävarmaa.

Kun johto havaitsee tiedon olennaiseksi julkistettavaksi seikaksi, tieto siirtyy yhtiöntiedon asemasta *välitilaan*, pendenssitilaan, jolloin jo kysymys tietoon

⁵⁶² Astola, 50.

oikeutetuista nousee esille.⁵⁶³ Eri intressitahojen tietoon kohdistuvien oikeuksien ja velvollisuuksien muutos ei merkitse sitä, että itse tiedossa olisi tapahtunut muutos, vaan että sille yhtiössä annettu arvo on muuttunut. Näin oikeusvaikutuksen muutos on riippuvainen johdon tiedolle antamasta tulkinnasta. Tiedon syntymisajankohta on siis se ajankohta, jolloin johto on antanut sille olennaisen merkityksen.

5.4.3 Tiedon välitila, julkistamisen viivytys

Välitilassa olevaan tietoon, jota siis ei vielä ole julkistettu, on oikeus myös osakkeenomistajalla. Tieto ei ole vielä kehittynyt siltä osin, että osakkeenomistaja voisi kohdistaa siihen vaatimuksia. Tiedonantovelvollisuus on siis jo olemassa, vaikka sitä ei ole ehditty noudattaa. Jälkikäteen hänellä voi kuitenkin olla oikeus luottaa siihen, että johto välitilassakin on ottanut huomioon hänen oikeutensa kiireelliseen tiedonsaantiin. Yhtiön tiedonjulkistamista helpottaa, jos välitilan syntyessä yhtiöllä olisi etukäteen kannanotto siitä, miten minkäkinlaiseen tiedontyyppiin (tilinpäätöstiedot, tuotetiedot, asiakas- ja markkinaosuustiedot jne.) suhtaudutaan, mikä on salassa pidettävää yritystietoa ja mikä on periaatteessa julkistettavaa tietoa.

Välitilassa olevan tiedon käsittelyä ohjaavat sisäpiirintietoa koskevat säädökset sekä lain määräys siitä, että tieto on julkistettava ”ilman aiheetonta viivytystä”. Lainsäädännössä on lisäksi eri kohdin käytetty hieman samantyyppisiä ilmaisuja: ”viivytyksettä” tai ”välittömästi”, joilla on hieman eri vivahde. Laki ei kuitenkaan ole määritellyt tarkemmin, milloin kyse on aiheellisesta viivytyksestä, mutta sen esitöistä käy ilmi, että yhtiölle pitää antaa aikaa valmistella tiedotustaan.⁵⁶⁴

Yhdysvalloissa oikeuskäytäntö antaa mahdollisuuden olennaisen tiedon julkistamisen viivytykseen kolmessa tilanteessa: kun yhtiön asianomaiset toimihenkilöt ottavat selville ja varmistuvat tiedosta kunnes se on

⁵⁶³ Aarnio 1967, 30, ratkaisi periytymistapahtuman ongelman, siirtykö perintö heti kun ihminen kuolee, vai vasta silloin kun se otetaan vastaan, *välitilan* kautta. Tällä oli vaikutus mm. siihen, milloin pitää kiinteistölle hakea lainhuudatus, koska ajankohdan määrittelystä riippuu, milloin kiinteistön lainhuudatusvelvollisuuden alkamishetken katsotaan olevan. Tästä nousi esiin mm. kuolinpesän mahdollisuus hakea lainhuuttoa – ei tarvinnut vastata kyllä tai ei, vaan välitilajattelu syntyi välttämättömästi. Nykyisin välitila on muodostumassa säännöksi, koska prosessi on jatkuvaa. Pysäytyskuva voidaan kyllä muodostaa, mutta se ei ole asian ymmärrettävyydelle hyväksi.

⁵⁶⁴ On huomattava ero, minkä AML:n 6:2 ja 6:6.4 säätävät tiedon julkistamisen aikataulusta ostotarjous- ja jälkimmäisessä kohdassa lunastustilanteen syntymisestä: Näissä tapauksissa päätös ostotarjouksesta tai lunastustilanteen syntymisestä on julkistettava ”välittömästi”. Tällöin ei tiedonjulkistajalla ole mahdollisuutta viivyttää julkistusta aiheellisestikaan.

*kypsä julkistettavaksi; kun yhtiö toteuttaa liiketoimintamahdollisuutta, joka muutoin voisi välttömän julkistamisen vuoksi kariutua; kun julkistaminen voisi aiheuttaa yhtiölle kohtuuttoman ja vältettävissä olevan tappionriskin.*⁵⁶⁵

Sytä, miksi tiedon julkistamisen on tapahduttava ”ilman aiheetonta viivytystä” on useita:

- markkinoiden hinnanmuodostus on aitoa, kun kaupankäynti perustuu tosi-seikkoihin eikä huhuihin
- vaara tiedon vuotamisesta ja jonkin osapuolen mahdollisuuksista hyötyä toisten kustannuksella
- mahdollisen spekuloinnin estäminen
- mahdollisuus, että tilanne korjaantuu itsestään eikä ongelma paljastu koskaan (kätkee taakseen johdon kyvyttömyyden, jota ei ole kommunikoitu sijoittajille)
- ettei käytettäisi liikaa aikaa informaation jalostamiseen, koska se on kallista yhteiskunnan kokonaisuhyödyn kannalta⁵⁶⁶
- markkinoiden kokonaiskehityksen arvioiminen.

Kuten nimikin sanoo, välitilan tarkoitus on olla niin lyhyt kuin mahdollista.⁵⁶⁷ Tiedon viivytys voisi olla aiheellinen,

- jos asia on kesken
- jos tiedon luotettavuus on varmistettava
- jos tiedon tiedottamiseen on valmistauduttava
- jos on pelko liian tiedon aikaansaamasta epästabiilitetista.

Edellä mainittuja ei ole kuitenkaan kaikissa tilanteissa hyväksyttävä selitykseksi. Mitä enemmän kyse on yhtiön omasta sisäisestä toiminnasta (ks. edellä) sitä vähemmän toleranssia tiedon julkistamisen viivytykselle on annettava. *Yhtiön omassa hallinnassa olevan seikan julkistamista on tarkasteltava tiukemmin (kontrollivastuu).*⁵⁶⁸ Yhtiö ei toisin sanoen saa aloittaa tiedottamiseen valmis-

⁵⁶⁵ Steinberg 2001b, 287. Ks. esimerkiksi Billard v. Rockwell International Corp., 683 F. 2nd 51 (2nd Cir. 1982).

⁵⁶⁶ Tässäkin on kyse balanssista: Jos tieto annetaan keskeneräisessä ja epätyydyttävässä muodossa ja johtaa väärinkäsityksiin, se aiheuttaa niinkään kustannuksia. Yhteiskunnan kokonaisuhyöty liittyy yleiseen tehokkuusnäkökulmaan, jota on viimeksi käsitelty yhteenvedonomaaisesti ja vertaillen esim. Timonen, 80–90.

⁵⁶⁷ Astola, 71–72, toteaaakin tiedonantovelvollisuuden ja ns. sisäpiirinkauppojen liittyvän saumatomasti toisiinsa, koska mitä nopeammin yhtiö julkistaa tietoja seikoista, jotka voivat vaikuttaa arvopaperin arvoon, sitä lyhyemmäksi jää se aika, jona ne, joilla on mahdollisuus saada julkistamattomia tietoja yhtiöstä voivat käyttää tuota tietoa hyväkseen arvopaperimarkkinoilla.

⁵⁶⁸ Kontrollivastuusta voi sopimusta rikkonut osapuoli vapautua seuraavin edellytyksin (KL 27, 40 ja 54§, CISG Art. 41 ja 79): sopimusrikkomus on johtunut esteestä, este on ollut kyseisen osapuolen vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella, ei voida kohtuudella edellyttää, että kyseinen osapuoli olisi ottanut sanotun esteen huomioon sopimuksentekohetkellä, kyseinen osapuoli ei voi kohtuudella voittaa eikä välttää esteen seurauksia. Ämmälä 2001, 879.

tautumista vasta sitten, kun yhtiö on tehnyt päätöksen, vaan sen on valmistauttava siihen samanaikaisesti jo silloin, kun tiedon sisältöäkin valmistellaan. Erityisesti silloin kun on kyse yhtiön oman tietojärjestelmän tuottamasta teknisestä tiedosta, tulisi tieto julkistaa välittömästi ilman erillisen tiedotuksellisen valmistautumisajan antamistakin.

Ruotsalainen yhtiö oli hallituksen kokouksessa aamupäivällä 1.6.1981 vahvistanut loppuvuoden tulokset kehitystä koskevan ennusteen, joka oli julkistettu vasta kello 14.30 samana päivänä yhtiökokouksen päättyttyä. Ennuste oli kerrottu yhtiökokoukselle jo alussa. Tukholman pörssin hallitus määräsi yhtiölle vuosimaksun suuruisen sakon.⁵⁶⁹

Jos sen sijaan on kyse yhtiön ulkopuolisten toiminnasta, joilla on vaikutusta yhtiöön, on tiedottamisen valmistautumiseen annettava enemmän aikaa. Yksi mahdollisuus selvittää tilannetta, ja siis eräänlaisena *de lege ferenda* -ideana, olisi katsoa, että tällöinkään aikaa ei saa kulua *vuorokautta* kauempaa ilman erityisen painavia syitä.

Yhdysvalloissa on käytössä niinkään 24 tunnin sääntö tilanteissa, joissa yhtiö on tahattomasti paljastanut selektiivisesti ei-julkista tietoa. Viivytyksetön julkistaminen on määritelty niin nopeaksi julkistamiseksi kuin mahdollista, mutta ei missään tapauksessa myöhemmin kuin 24 tunnin kuluessa tai ennen seuraavan päivän kaupankäynnin alkua.⁵⁷⁰

Ratan kannanoton mukaan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvien tiedonantojen eli tilinpäätöstiedotteen, tilinpäätöksen ja osavuositarkastuksen aikaistamisesta on tiedotettava viimeistään edellisenä päivänä, jotta sijoittajat ja heidän asiamiehensä ehtivät varautua tiedon vastaanottamiseen ja tiedosta mahdollisesti johtuvien toimenpiteiden toteuttamiseen.⁵⁷¹

Ratan edellisen päivän määräaika otettiin käyttöön sen jälkeen kun Ponsse Oyj ilmoitti huhtikuussa 2001 eräänä päivänä kello 13.30 aikaistavansa osavuositarkastuksen julkistamista. Katsaus annettiin julkisuuteen samana päivänä kello 14.00. Kyseessä oli hyvin muodollinen julkistamiskataulun ilmoittamista koskevan säännösten noudattaminen, koska varsinkin yksityissijoittajilta ei voida odottaa, että he seuraisivat päätteeltä osavuositarkastuksen julkistamista. Juuri etukäteiskataulun ilmoittamisella on pyritty luomaan tasa-arvoisuutta sijoittajien tiedonsaannissa.⁵⁷²

⁵⁶⁹ Tukholman pörssin hallituksen pöytäkirja 1.10.1981 §3.

⁵⁷⁰ Steinberg 2001b, 291, C.R.F. §243.101 (d).

⁵⁷¹ Ratan Kannanotto K/42/2002/PMO, kohta 7.2.

⁵⁷² Kauppalehti Extra 5.11.2001: Pörssitiedotteilla pyritään harhauttamaan (Leppiniemen haastattelu).

Osavuositarkastuksen aikaistamisilmoitus tulisi antaa vähintään viikkoa ennen julkaisuajankohtaa. Tästä tulisi voida poiketa vain silloin, kun lyhyempään aikaan on todella painava ja julkistettu syy. Tällöinkin turvaavana menettelynä olisi edellytettävä erillistä maksettua ilmoitusta pääasiallisissa tiedotusvälineissä sen varmistamiseksi, että mahdollisimman monet saavat tiedon aikaistamisesta.

Vuorokausi on katsottu ehdottomaksi maksimijaksiksi sijoittajien suuntaan sen vuoksi, että kaikilla, ei vain ammattimaisesti toimivilla sijoittajilla, tulee olla tosiasiallinen mahdollisuus käydä kauppaa samoilla ehdoilla.⁵⁷³ Myös Norjassa aikarajat on asetettu erittäin tiukoiksi:

”– – kreve[t] at opplysningene må gis ’– – umiddelbart – –’, skall dette tas nesten helt bokstavelig. Umiddelbart betyr umiddelbart innenfor alminnelig kontortid. Avsluttes en generalforsamling eller et viktig styremøte f.eks. kl. 12.00, skal de informasjonspliktige beslutninger som er truffet, meddeles børsen så snart en rimelig tidsfrist for utarbeidelse av en adekvat melding til børsen er utløpt. Børsstyret har ilagt overtredelsesgebyr for selskaper som bare har ’somlet litt’ på dette punkt, jf. den såkalte Hitec-saken i 1996, hvor *forsinkelsen var ca. 1½ time* [kurs. tässä]. Avsluttes et styremøte etter at børsen er stengt for dagen, er det derimot akseptert av Oslo Børs at meldingen sendes innen børsåpning neste dag. I den grad selskapet er notert også på en utenlandsk børs kan man imidlertid ikke gi denne børsen tidligere informasjon – –”⁵⁷⁴

Tiedottamiseen valmistautuminen merkitsee julkistettavaan asiaan liittyvää tekstin luonnostelua pörssitiedotteeksi, yhtiön asiantuntijoiden tai toisen osapuolen kuulemista, näiden hyväksymisen hankkimista sekä tietojen varmistamista. Sen sijaan sellaista tiedottamiseen valmistautumista, mikä aiheutuu esimerkiksi tiedotustilaisuuden ja sen oheismateriaalien valmistamisesta ja järjestämisestä, ei ole katsottava lain esitöiden tarkoittamaksi valmistautumiseksi, koska tällainen *perusvalmius on yhtiöllä aina oltava*. Jälkimmäisen toiminnan tarkoitus on nähtävä pikemmin yhtiölle edullisen vaikutuksen suunnitteluna eikä sijoittajien välittömän tiedontarpeen tyydyttämisenä. Tiedonantovelvollisuuden ensisijainen peruskivi on pörssitiedote, kun muu informaatio, lausunnot, lisätiedot ja puitteet täydentävät sitä.

Toistuvia yhtiön tietoon tulevia uusia seikkoja ei yhtiön kuitenkaan tarvitse aina orjallisesti, harkitsematta ja välittömästi julkistaa, jos markkinoilla on muutoin riittävät tiedot arvopaperin arvon arvioimiseksi. Säännön kirjaimellinen noudattaminen voi tietyissä tilanteissa johtaa markkinoilla yhtiötä koskevan luottamuksen laskuun (*epästabiliteettisääntö*).

⁵⁷³ Ks. Rikoslakiprojektimietintö, 40, jossa tarkastellaan puuttuvaa reagointiaikaa eräänä harhaanjohtavan toimen esimerkkinä kurssimanipulaation yhteydessä.

⁵⁷⁴ *Bergo*, 155–156.

Matkapuhelinkysynnän kehitys on informaatiotoimialan keskeisiä indikaattoreita. Nokia seuraa ajantasaisesti markkinakysynnän kehitystä kaikilla markkina-alueilla. Nokian kannalta parasta tietysti olisi, jos sen ei tarvitsisi antaa arvioita kehityksestä kuin kerran vuodessa. Silloin tieto olisi tarkka eikä yhtiön tarvitsisi paljastaa omaa näkemystään kilpailijoille niin usein. Markkinoista ja kilpailijoista johtuen Nokia kertoo sen kuitenkin 4–5 kertaa vuodessa.

Jos yhtiö joutuisi esimerkiksi seitsemän kertaa tai useammin vuoden aikana korjaamaan ja tarkentamaan markkinoille käsityksiään jatkuvasti muuttuvasta matkapuhelinten kysynnän kehityksestä, se voisi johtaa siihen, että sijoittajat saattaisivat alkaa epäillä joko Nokian markkinatutkimuksen tasoa tai johdon kyvykkyyttä arvioida paitsi markkinan myös yleensä asiakastarpeiden kehitystä (epästabiliteetti). Tämä puolestaan saattaisi johtaa osakkeen arvon laskuun. Vaikka kyseessä on olennainen tieto, ei yhtiö anna tietoa markkinoille useammin. On siis yhtiön vallassa arvioida, kuinka usein on riittävä määrä.

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksenmukainen tulkinta edellyttää jatkuvaa arviota siitä, mitä tietoja markkina tietää, haluaa tietää tai sen tarvitsee tietää. Markkinoiden kyky imeä tietoa on loputon, eikä yhtiö voi koskaan täysin tyydyttää ulkopuolista tiedonjanoa.

Tiedontarve muuttuu taloudellisen tilanteen ja yhteiskunnan yleisen muutoksen mukana. Eräänä hetkenä kaivataan erityisesti tietoa yrityksen liiketoiminnan kasvuun liittyvistä tekijöistä. Seuraavassa hetkessä voi erityistä kiinnostusta herättää yritysten kassavirrat ja rahoitusasemat. Kun pro forma -muotoisten lukujen käyttö yleistyy, kasvaa yleisön kiinnostus niiden käyttö- ja laadintaperiaatteisiin. Suhteellisen pysyvän kiinnostuksen aihe on listayhtiöiden johdon etuudet ja palkat sekä kannustinjärjestelmät. Tässäkin kiinnostuksessa on kuitenkin aika ajoin piikkejä. Vaikka tiedontarpeissa onkin silloin tällöin nähtävissä eräänlaisia ohikieitäviä muoti-ilmiöitä, ne perustuvat useimmiten kuitenkin taloudelliseen yleistilanteeseen ja esille tulleihin ilmiöihin tai jopa laiminlyönteihin ja väärinkäytöksiin.⁵⁷⁵

Yhtiöiden täydellistä transparenssia ei voida pitää realistisena eikä edes toivottavana tavoitteena. Muuttuvissa olosuhteissa tulkinta on vaikeaa. Tiedotustoitominnan toteutus vaihtelee yhtiöittäin, toimialoittain ja markkina-alueen suuruuden mukaan.⁵⁷⁶ Jotta päätöksenteko julkistettavan tiedon ja siihen liittyvän tiedotteen laatimisesta olisi mahdollista ennakoida, on yhtiöllä oltava selkeä, itselle kehitetty toimintatapa. Yhtiö pyrkii pitämään itseään käsittelevän informaation ja julkisuuden omassa hallinnassaan niin pitkälle kuin mahdollista ja arvioi kriittisesti ulkopuoliset paineet tietojen julkistamiseen.

⁵⁷⁵ Karjalainen – Parkkonen, 128.

⁵⁷⁶ Taxell 1963, 77, pitää yritysjohdon vastuun arvioinnissa huomionarvoisena yleisenä ohje-
nuorana (ellei ongelmaa tarkemmin tarkastella) yhtiön luonteen ja koon huomioonottamista.

Yhtiön on otettava tiedotustoiminnassaan *samanaikaisesti huomioon* sekä lain- ja pörssin sääntönormien täyttäminen että yhtiön suojaaminen liiallisten tietojen antamiselta. Jälkimmäisellä yhtiö pyrkii estämään tiedottamisesta aiheutuvien kustannusten nousemisen liian suuriksi ja kohtuuttomiksi, jos yhtiön tietopääomaa julkistetaan. Markkinoille annettu liika tieto synnyttää helposti jatkokysymyksiä, joiden julkisuusvaikutukset ja niiden aiheuttamat spekulatiot voivat olla vaikeasti ennakoitavissa. Tahattomasti ja hyvässä uskossa annettu tieto tai näkemys saattaa nousta pääasiaksi ja aiheuttaa julkisuudessa jatkokertomuksen ja heikentää siten jopa yhtiön kykyä suoriutua varsinaisista liike-toimistaan.

Ottaen huomioon arvopaperimarkkinoiden nopean luonteen on käsitteelle ”ilman aiheetonta viivytystä” annettava tarkempi sisältö.

Edellä [luku 4.4.1] kuvatun Santasalo-JOT:n osavuositarkastuksen, yrityksen osan myynnin tulosvaikutuksen ja yhtiön todellisen taloudellisen kehityksen julkistamatta jättämisen perusteiden lisäksi tapauksesta käy ilmi myös sen *ajalliseen ulottuvuuteen* liittyvä problematiikka.

Tilikauden päättymisen jälkeen, kokouksessaan 13.–14.1.2000 johtoryhmä oli jo luotettavalla tavalla nähnyt, että tulos ei ole lähelläkään edellisvuoden tasoa ja päinvastoin jäämässä heikommaksi (4,2 Me). Päätös siitä, että tulosvaroitusta ei julkaista ennenkuin aiemmin ilmoitetun aikataulun mukaisesti 25.1.2000 tilinpäätöstiedotteen yhteydessä johtui siitä, että kirjanpidollinen tulos valmistuisi 5 päivän kuluessa eli 20.1.2000 ja että hallitus kokoontuisi asiassa 24.1.2000. Yhtiön tulkinnan mukaan tämä edusti näkemystä riittävän nopeasta tiedottamisesta. Kihlakunnansyöttäjän mukaan ei ollut aihetta nostaa syytettä.⁵⁷⁷

Tietoisessa tuottamuksessa tekijän yleensä katsotaan mieltäneen oikeudenloukkauksen toteutumisen mahdolliseksi. Juuri tiedonantovelvollisuustilanteissa rajaa joudutaan vetämään tahallisuuden alimpaan asteeseen. *Tiedottomassa tuottamuksessa* tekijä ei ole edes mieltänyt oikeudenloukkauksen mahdollisuutta tai ei ole tullut ylipäänsä ajatelleeksi asiaa, mutta hän olisi voinut ja hänen olisi pitänyt havaita se. Edellisellä erottelulla ei ole lainsäädännössä merkitystä. Laissa on sen sijaan oma säännöksensä *törkeän huolimattomuuden* (törkeän tuottamuksen) rankaisemisesta.⁵⁷⁸ Törkeä huolimattomuus on usein säännöksessä rinnastettu tahallisuuteen. Se, milloin törkeän tuottamuksen katsotaan olevan käsillä, ratkaistaan teon kokonaisvaltaisen normatiivisen arvostelun pohjalta. Kokonaisarvostelussa otetaan huomioon rikotun huolellisuusvelvollisuuden merkittävyys, vaarannettujen etujen tärkeys ja loukkauksen todennäköi-

⁵⁷⁷ Helsingin kihlakunnan poliisilaitos, Talous- ja omaisuusrikosyksikkö. Esitutkintapöytäkirja 19.3.2001, Nro 6070/RTO/116154/00.

⁵⁷⁸ RL 3:7.2§.

syys, riskinoton tietoisuus sekä muut tekoon ja tekijään liittyvät olosuhteet.⁵⁷⁹

Edellisessä esimerkkitapauksessa olisi ollut ilmeistä, että tekijän olisi pitänyt havaita selvä ristiriita yhtiön toiminnan ja lain edellyttämän menettelyn välillä. Huolettisuusvelvoitteen noudattamatta jättäminen oli merkittävää, koska viiden päivän viivytystä ei millään tavoin voida pitää aiheellisenä. Hallituksen kokouksen etukäteen lukkoonlyöty ajankohta ei ole riittävä peruste tiedottamisen viivyttämiseksi. Lisäksi yleinen markkinaluottamus ja lainkuuliaisuus olisivat edellyttäneet sitä, ettei tällaista konkreettista kannanottoa aikarajaan olisi tullut hyväksyä.

Välitila on pakollinen vaihe aina sen jälkeen, kun tiedon olennaisuus on selvinnyt mutta ennen kuin tieto on julkistettu. Tiedon julkistamisen jälkeenkään tieto ei kuitenkaan kokonaan siirry pois välitilasta.⁵⁸⁰ Välitilaa silmälläpitäen edellä on todettu kaksi asiaa: että tieto on symmetristä siltä osin kuin se on julkistettu, ja että johto elää usein epävarmuuden tilassa. Tiedonantovelvollisuuden johdosta se on kuitenkin velvoitettu julkistamaan jo tiedossaan olevista tiedoista osan, osan se jättää hyödyttämään yhtiötä salaisena yritystietona. Tiedon tullessa julkisuuteen se on siis lähtökohtaisesti vajavainen edellä mainituista syistä. Välitilaan jää kuitenkin

- (i) tieto, josta johdolla ei ole vielä varmuutta (jota se ei itsekään tiedä),
- (ii) tieto, jota se vielä liiketoiminnassa hyödyntää, tai
- (iii) tieto, joka on jo vanhentunut.

Jossain vaiheessa välitilassakin ollut tieto voi tulla julkiseksi – varsinkin silloin kun johto katsoo, että se on julkistettuna yhtiölle arvokkaampi kuin julkistamattomana. Näin siis välitilaan jäänyt tieto täydentyy vähitellen.

Tiedon viivytyksettömän julkistamisen seuraus on tiedon katkelmallisuus. Tätä ei kuitenkaan voida ratkaista niin, että tiedon julkistamista viivytellään siihen asti, kun kaikki asiaan liittyvä on täysimääräisesti selvillä. Tieto ei tule julki täydellisenä, vaan puutteellisenä. Julkistettaessakin tieto on jo osittain vanha, koska hyvässä liikkeenjohdossa korjaavat tai kehittävät toimet ovat alkaneet jo silloin, kun tieto tulee julkiseksi. Näin tiedon julkistaminen ei anna oikeaa kuvaa kokonaisuudesta, vaan se on usein *early warning* -tyyppistä tietoa⁵⁸¹, jota täydennetään myöhemmin.

⁵⁷⁹ RL 3:7.2 §.

⁵⁸⁰ Perintöoikeudessa on käytössä käsite *täydennysperunkirjoitus*, jota käytetään silloin, kun ilmenee uusia tietoja ja tilanne joudutaan palauttamaan alkulähtökohtaansa uudelleenarviointia varten.

⁵⁸¹ Early warning -tietoa voidaan verrata kauppalaan ennakoituun sopimusrikkomukseen, josta on kyse silloin kun kaupanteon jälkeen sopijapuolen toiminta tai hänen taloudelliset olosuhteensa osoittautuvat sellaisiksi, että on painavia syitä olettaa sopijapuolen sopimusvelvoitteiden jäävän olennaisilta osin täyttämättä. Arvopaperimarkkinoilla tämä ei kuitenkaan tuota osapuolille mahdollisuutta käyttää pysäyttämisoikeuttaan. Ks. *Ämmälä* 2001, 849.

Yhdysvalloissa välitön olennaisen tiedon julkistamisvelvoite on rajattu seuraaviin erityistapauksiin:⁵⁸²

- (i) ”when SEC rules and regulations require disclosure of specified information;
- (ii) when mandatory disclosure of forward-looking information is called for by Item 303 of Regulation S-K, which pertains to ‘Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operation’ (MD&A);
- (iii) when selective dissemination of material information has been inadvertently made to investors or analysts, disclosure to the investing marketplace must be promptly made;
- (iv) when the information revealed by the issuer contains a material disclosure deficiency at the time that the statement was made; under such circumstances, there exists a ‘duty to correct’;
- (v) when the issuer previously has made a public statement that, although accurate when made, continues to be ‘alive’ in the marketplace and has become materially false or misleading as a result of subsequent events; under such circumstances, a ‘duty to update’ may exist; and
- (vi) when material information has been leaked by, or rumors in the marketplace are attributable to, the issuer.”

Tämän vuoksi yhtiöt ovat yleensä haluttomia julkistamaan varsinkaan negatiivisia tietoja. Osavuositarkastusten (Form 10-Q) välillä julkistetut kielteiset seikat saatetaan voida korvata vastaavilla myönteisillä tapahtumilla. Välitön julkistaminen sen sijaan saattaisi *Steinbergin* mukaan saada aikaan lumipalloefektin estäen yhtiön liiketoimintaa ja alentaisi siten turhaan osakkeen arvoa.⁵⁸³ Siksi oikeuskäytäntö on yleensä pitänyt julkistamisen ajoitusta yhtiön johdon päätettävissä olevana.

Välitilassa olevan tiedon julkistamisen ohjeajat on ilmaisujen astevaihtelujen osalta arvopaperimarkkinoilla ymmärrettävä siten, että

- *välittömästi* merkitsee heti,
- *viipymättä* (viivytyksettä) merkitsee, että tiedon julkistamiseen saa kulua vain sen teknisen toteuttamisen aika (noin yksi tunti, mikä ei esimerkiksi sisällä tietojen hankkimista tai tiedon muokkaamista)
- *ilman aiheutonta viivytystä* merkitsee, että on ehkä tehtävä selvityksiä ja tietoa on muokattava oikein ymmärrettävään muotoon (tilanteesta riippuen 1 tunti–max. 1 vuorokausi), ja
- *kohtuullisessa ajassa* aikaa voi kulua tapauksesta riippuen enemmänkin (1–2 vrk).

⁵⁸² *Steinberg* 2001b, 269.

⁵⁸³ *Steinberg* 2001b, 287.

5.4.4 Tiedon ajallinen vahvistuminen, heikkeneminen ja jatkuminen

Yhtiö vahvistaa julkistettua tietoa vaihteittain tarkentamalla, lisäämällä ja täydentämällä jo markkinoille toimitettua tietoa. Vaihteittain vahvistetaan erityisesti sellaisia tietoja, jotka eivät kuulu säännöllisen informaation piiriin. Tiedon vaihteittaisen vahvistamisen seurauksena jokin tieto ja sen vahvistuminen voi haukata yhtiön julkistaman tiedon kokonaisuudesta yhä suuremman osan, mikä kuvaa johdon asialle antamaa painoarvoa. Usein voi käydä niin, että jokin asia (saneeraus, tuoteongelma, yksikön myyntihanke) saattaa saada ylisuuren huomion paitsi yhtiön tiedottamisessa myös markkinoilla. Siksi tiedon merkitystä olisi tarkasteltava aina myös suhteessa tiedon kokonaisuuteen⁵⁸⁴ eikä vain yksittäistä tietoa [tietoa osana kokonaisuutta on tarkasteltu tiedon olennaisuuden yhteydessä luvussa 5.2 sekä yrityksessä tiedon itseisarvon puhdistamiseksi, luku 6.5].

Tiedon vahvistuminen tai heikkeneminen merkitsee sen painoarvon muuttumista, kun taas jatkuminen merkitsee sen painoarvon ennallaan pysymistä. Julkistetun tiedon täydentäminen ja tarkentaminen voi joko vahvistaa tai heikentää tietoon liittyviä oikeuksia. Sijoittaja ymmärtää täydennetyn tai tarkennetun tiedon niin, että yhtiö on edelleen samaa mieltä asian merkityksestä tai että se muuttaa tiedon merkitystä. Mitä enemmän jotain seikkaa pidetään määrällisesti esillä, sitä suurempi vastuu yhtiölle muodostuu tiedon ajantasalla pitämisestä. Tiedon täydentämisen ja tarkentamisen frekvenssi sitoo sijoittajan seuraamaan julkistamisen ajankohtia. Yhtiöitä pitää kuitenkin arvioida eri tavoin riippuen siitä, kuinka tottuneita ne ovat toimimaan arvopaperimarkkinoilla. Markkinoille hyvin etabloidun yhtiön (kuten esimerkiksi Nokian) kohdalla sijoittaja oikeutetusti ajattelee, että jos yhtiö ei toista lausumaa, se ei enää välttämättä myöskään päde.⁵⁸⁵ Toisten, vähemmän vakiintuneiden yhtiöiden kohdalla sijoittaja – niinkään aiheellisesti – ajattelee, että näkymä, joka kolme viikkoa aiemmin oli pätevä, on sellainen edelleenkin, koska sitä ei ole nimenomaisesti kumottu.

Tiedon oikeudellisen vaikutuksen jatkumista on asian toistaminen samassa muodossa ilman lisätietoja (esim. tunnusluvun julkistaminen). Sen voimassaolo jatkuu sillä painoarvolla, mikä merkitys tiedolle on yhtiökokonaisuudessa

⁵⁸⁴ Rahoitustarkastuksen ohjeen mukaan liiketoiminnot tulee esittää listalleottoesitteessä niiden liiketaloudellisen merkityksen suhteessa. Tämä periaate merkitsee jatkuvan tiedottamisen yhteyteen sovellettuna sitä, että yhtiö ei saisi profiloitua liiketoiminnaltaan ja taloudelliselta merkitykseltään vähempiarvoisen liiketoiminnan mukaan, vaan että kukin toimiala pitäisi olla tiedottamisessa suhteellisesti aina yhtä merkityksellinen. Tämä voi kuitenkin aiheuttaa ongelmia yhtiön sisäisessä tilanteentulkinnassa.

⁵⁸⁵ Ei tarkoita sitä, että Nokian maailma olisi olennaisesti muuttunut, vaan että yhtiö haluaa antaa itselleen tilaisuuden liikkua tulevaisuuden arvioinnissa myös toiseen suuntaan.

annettu. Asia, jota pitkään aikaan ei ole toistettu, muuttuu vähitellen vähemmän olennaiseksi muiden asioiden saadessa enemmän huomiota. Velvollisuus muuttuu vastaavalla tavalla kuin sopimuksen prosessikäsitteen mukaisessa ”vajennetussa” sopimusvelvollisuudessa.⁵⁸⁶ Ainakin osa ellei kaikki annetusta tiedosta pysy voimassa, vaikka uuttakin tietoa olisi annettu tilalle. Jotta vastuuta annetuista tiedoista voitaisiin arvioida, on tarkasteltava pidemmällä aikajänteellä, milloin ja missä yhteyksissä tietoa on annettu. Tällä perusteella voidaan arvioida, onko yhtiö tiedottanut riittävästi, jotta oikea kuva on ollut mahdollista luoda.

Analoginen esimerkkitalanne pörssiyrityksen tiedonantovelvoitteen vaiheittaisen syntymisen kanssa on kesällä 2000 Suomenlahdelta löydetty kadoksissa ollut hopeapriki.

Muinaismuistolaki vaatii, että hyllyn löytymisestä on viipymättä tehtävä ilmoitus Museovirastolle. Siitä, mitä ilmaus ”viipymättä” käytännössä tarkoittaa, ei ole virallista määritelmää. Museoviraston edustajan mukaan ilmoitus viranomaiselle olisi pitänyt saada aikaiseksi samassa ajassa kun tietoja oli pystytty toimittamaan tiedotusvälineillekin.

Jotain tietoja Museovirastolle oli kuitenkin annettu. Löytäjän puolesta toiminut brittiläinen asianajotoimisto oli ilmoittanut lyhyesti, että sukeltaja oli löytänyt hyllyn, jonka *arveltiin* olevan vuonna 1782 uponnut de Catherina. Ilmoituksessa ei mainittu löytöpaikkaa eikä mitakaan tietoja aluksesta tai sen kunnosta. Löytäjän mukaan hyllyn osat olivat niin hajallaan, ettei *kokonaiskäsitystä* siitä, mitä oli löydetty, voinut syntyä. *Hajallaan olevien hyllynosien tiedot oli koottava yhteen ensin oman käsityksen muodostamiseksi*. Löytäjän mielestä Museovirastolle oli *alustavasti* kerrottava hyllyn löytymisestä ja jokaista viranomaiselle *annettua tietoa saa täydentää*.⁵⁸⁷

Pörssiyritykseen nähden tilanteessa on jotain analogista. Kuinka paljon löytäjän pitää tietää, että hän voi ilmoittaa hyllyn löytyneen? Kuinka pitkään ja kuinka nopeasti tietoja on täydennettävä? Tietojen täydentämistä ei voida lähtökohtaisesti olettaa jatkettavan niin kauan, että löydöstä olisi muodostunut kokonaiskuva. Laivan kohdalla kokonaiskuva on palapeli, joka voi ehkä joskus tulla valmiiksi. Liiketoiminnassa näin ei ole, koska tilanne muuttuu koko ajan. Palapeli ei voi olla milloinkaan valmis. Yhtiö kertoo tiedosta niin paljon, että se täyttää tiedonantovelvollisuutensa, mutta ei niin paljon että siitä koskaan syntyisi täysi, pysäytetty kuva. Täyteen kuvaan sisältyy toinenkin ongelma. Täysi

⁵⁸⁶ Pöyhönen 1988, 222, katsoo ”vajennetun” sopimusvelvollisuuden olevan olemassa siitä huolimatta, että esimerkiksi kuluttajaostaja ei ole postimyynnissä sidottu myyjän kanssa sopimukseen kaikilta osin katumusviikon aikana. Kuluttajaostajalla on esimerkiksi velvollisuus huolehtia tavarasta tällöinkin.

⁵⁸⁷ Helsingin Sanomat 14.7.2000 *Hopeaprikin löytäjistä tutkintapyyntö poliisille*.

kuva kertoisi yhtiön kannalta liikaa: yhtiön tilanteesta tekemän tulkinnan ja johtopäätökset. Sijoittajalle pitää jättää tehtäväksi oma osuutensa.

Kun yhtiö on jonkin tiedon julkistanut, on sen jatkettava uuden, kertyvän tiedon julkistusta niin kauan, kunnes se alkaa aiheuttaa haittaa yhtiölle [vrt. tieto saavutettuna etuna, luku 6.1]. Suoranainen haitta ei ole tiedon julkistamiskustannukset, vaan *tietoon liittyvä haitta*. Tietoon liittyy haitta, jos se antaa väärän kuvan yhtiöstä. Toisin sanoen jos tietoa hyödyntää ja perustaa liiketoiminta-arvionsa haitalliseen tietoon, kuva ei ole oikea suhteessa kokonaisuuteen. Sijoittaja ei voi omaksua täysin samaa kuvaa tilanteesta kuin yhtiöllä on, koska yhtiönkin kuva itsestään muuttuu alati. Jatkuvasti muuttuvassa prosessissa on mahdollista muodostaa riittävä kuva. Se jää kuitenkin aina puutteelliseksi.

Tiedon oikeusvaikutuksen väheneminen voi johtua myös muista kuin yhtiön omista toimista. Kilpailijan julkistama vastaava tai korvaava tieto voi vähentää yhtiöntiedon merkitystä (kun esimerkiksi tieto uudesta tuotteesta on aiempaa olennaisempi).

5.4.5 Etu- ja takapainotteinen tiedottaminen

Tiedon julkistamisen jatkaminen liittyy siihen, miten yhtiö kykenee pitämään luottamuksellisen tiedon sisäpiirissään. Jos näyttää siltä, että se ei kykene, sen kannattaa julkistaa tieto, koska muuten tieto saattaa vuotaa markkinoille ennenaikaisesti. Kyse on paitsi vuotoriskin arvioimisesta, myös siitä, kuinka olennainen luottamuksellinen tieto on yhtiön aiemmin julkistamiin tietoihin nähden. Kyse on siitä, kuinka yhtenäisenä ja uskottavana yhtiö kykenee tarinan pitämään kertomatta olennaista luottamuksellista tietoa, vai voiko se kertoa tiedosta jonkin osan paljastamatta kaikkea. Yhtiö joutuu siten arvioimaan, mitä muutoksia aiempiin tietoihinsa se julkistaa.

Jos yhtiö on vaarassa menettää ison kaupan, sen ei tarvitse kertoa mitään, jos se ei ole julkistanut myyntineuvottelujen olevan käynnissä. Tilannetta arvioidaan silloin siltä pohjalta, onko kyseessä muutos aiemmin julkistettuihin tietoihin. Jos yhtiö voittaa kaupan, se tulee julkistaa, koska tällöin tieto usein myös muuttaa yhtiön asemaa. Jos se taas on ennakoanut kaupan jo julkistamissaan tiedoissa, sen ei tarvitse sitä uudelleen julkistaa, ellei kauppa sisällä muita sisällöllisiä olennaisia tietoja (esim. kauppa uudelle toimialalle). Tiedonantovelvollisuuden ajallista ulottuvuutta arvioitaessa ei siten riitä se, että arvioidaan vain yhtä käsillä olevaa tiedotetta tai yhtiön antamia lausuntoja irrallisina yhtiöntiedon kokonaisuudesta, koska yhtiö voi säädellä omaa tiedottamistaan *etu- tai takapainotteiseksi*.

Se voi etukäteen sisällyttää tietyt, vielä toteutumattomat seikat antamaansa informaatioon, jos se katsoo voivansa hyötyä siitä tulevaisuudessa ja jos tiedon toteutumisen todennäköisyys on riittävän suuri. Se voi julkistaa karkeita ja

ylimalkaisia tietoja etukäteen, vaikka se joutuisi jälkikäteen takapainotteisesti vähentämään tietojen merkitystä, esimerkiksi alentamaan antamia tulosennusteita. Ulkopuolisen voi olla hyvin vaikea osoittaa yhtiön johtaneen markkinoita harhaan, koska liiketoimintaan liittyy aina riskejä eikä ulkopuolinen voi todistaa, minkälaisen tiedon varassa johto puolestaan on ollut.

Erityinen tiedotusriski syntyy esimerkiksi silloin, kun yhtiö on julkistanut kaupan ja alkanut toimia kauppasopimuksen edellyttämällä tavalla ja ehkä jopa toimittaa tuotteita toiselle osapuolelle. Toinen sopijapuoli ei kuitenkaan ole täyttänyt omaa osuuttaan sopimuksesta tai maksanut esimerkiksi sovittua etumaksua. Olettaen, että etumaksut ovat olennaisia, milloin yhtiön tulisi tiedottaa maksujen viivästymisestä, kauanko yhtiön on kohtuullista odottaa suoritusta siitä tiedottamatta? Yksioikoista vastausta on vaikea antaa. Vastausta pitää aina yksittäistapauksessa hakea tapauksen luonteenomaisista piirteistä, olosuhteista, missä ne ovat syntyneet, siitä, miten yhtiö laskennassaan oli suunnitellut tulouttaa kaupasta syntyviä tuottoja, mitä yhtiö oli tiedottanut asiasta aikaisemmin, ja mikä on yhtiön tiedotuspolitiikka.

Tiedottamisen etu- ja takapainotteisuus toteutuu tyypillisesti tulevaisuuden näkymien kohdalla. Jos yhtiö arvioi tulevaisuuden kehityksen tietynlaiseksi ja sen julkistamisen jälkeen tekee yksittäisiä kauppvoja, jotka vain täyttävät asetettua ja julkistettua tavoitetta vähitellen, on tiedote näkymineen toiminut etupainotteisesti. Vastaavasti jos yhtiö ei kerro tulevaisuudestaan mitään, vaan kaiken jälkikäteen, on tiedotuksen linja takapainotteinen eli yhtiö kertoo vasta vähitellen, miten liiketoiminnassa kävi. On selvä, että sijoittajat mieluiten näkisivät, että johto osaisi tarkasti kertoa liiketoiminnan toteutumisen mahdollisimman paljon etukäteen, koska tämä helpottaisi ennustamista. Johdolle se taas saattaa aiheuttaa hankaluuksia, ellei tulevaisuus toteudukaan arvioidunlaisena.

Etupainotteista tiedottamista kuvaa esimerkiksi Jippii Group Oyj:n menettely. Yhtiö aloitti syksyllä 2001 yhtiön tervehdyttämisen menettelyn, josta se julkisti pörssitiedotteen 21.9.2001. Tiedotteessa todettiin, että yhtiö joutuu karsimaan henkilöstöään 600:sta 400:aan. Yt-neuvottelut oli aloitettu jo kesäkuussa. 15.5.2002 yhtiö ilmoitti työntekijöilleen yt-neuvotteluista, mutta ei julkaissut asiasta pörssitiedotetta. Median sitä tiedustellessa toimitusjohtaja ilmoitti perusteeksi, että kyseessä eivät olleet uudet yt-neuvottelut, vaan jatko edellisenä syksynä aloitetulle tervehdyttämisprosessille.⁵⁸⁸

⁵⁸⁸ Helsingin Sanomat 16.5.2002: *Jippii leikkaa taas rajusti henkilöstöään.*

5.4.6 Seikan merkityksen riippuvuus syy- ja ajallisista yhteyksistä

Liiketoiminnasta julkistettavien seikkojen syy-yhteyksiä voi usein olla vaikea havaita.⁵⁸⁹ Yksittäisillä seikoilla ei aina ole keskenään syy-yhteyttä, mutta pelkästään ajallinenkin yhteys voi riittää tekemään tapahtumasta tiedonantovelvollisuuden kannalta olennaisen. Joskus *keskinäisiltä syy-yhteyksiltään heikot, mutta ajallisilta yhteyksiltään vahvat seikat* vaikuttavat siihen, että yhtiön kannalta olennainen julkistettava tilanne on syntymässä. Yhtiössä voi tapahtua paljon yksittäisiä asioita, joita ei sinänsä yhdistä asiallisesti tai ilmenemistasolla mikään, mutta tiedonantovelvollisuuden raja silti ylittyy johtuen siitä, että ne tapahtuvat ajallisesti lähellä toisiaan.

Kun Fortum Oyj:n hallitus esitti hallintoneuvostolle keväällä 2000 pääjohtajan erottamista, syitä erottamiseen ei julkistetussa pörssitiedotteessa mainittu. Tämä johtui siitä, että ei ollut olemassa yhtä yksittäistä syytä, vaan useat seikat muodostivat kumuloituneena yhteistyön jatkumisen esteen ja syyn irtisanomiselle.

Tällöin olennainen julkistettu seikka oli ”vain” hallintoneuvoston päätös pääjohtajan irtisanomisesta ilman perustelujen julkistamista. Monien, yksittäisten, ulkopuolisesta ehkä heikoilta tuntuvien syiden esittäminen ei olisi ollut mahdollista ilman, että yhtiölle olisi aiheutunut kohtuutonta haittaa. Tällaisista syy-yhteyksiltään heikoista, mutta ajallisesti kumuloituneista seikoista tai tapahtumista voi syntyä kokonaisuus, joka ei markkinoiden kannalta olekaan enää epäolennainen, vaan olennainen julkistettava asia. Paradoksaalista on, että mitä paremmin yhtiö tuntee tilanteensa, sitä kriittisemmin se arvioi olennaisuutta. Se ikään kuin ajan myötä tottuu toistettuihin asioihin ja pitää epäolennaisena sellaistaakin asiaa, jota toinen pitää olennaisena.

Joskus toisaalta *keskinäisiltä syy-yhteyksiltään vahvat, mutta ajallisilta yhteyksiltään heikot seikat* voivat tehdä tiedosta olennaisen. Tällainen tilanne syntyy kun aiemmin julkistetun tiedon ajankohdasta on jo kulunut aikaa. *Dutta* ja *Nelson* esittävät, että olennaisen julkistamattoman tiedon olemassaolo ei sinänsä synnytä tiedonantovelvoitetta. Mutta jos aiempi tieto sen johdosta osoittautuu harhaanjohtavaksi, syntyy julkistamisvelvoite.⁵⁹⁰ *Duttan* ja *Nelsonin* näkemyksessä on tärkeää havaita, että *uusi tieto on kytketty vanhan tiedon muuttumiseen harhaanjohtavaksi* [harhaanjohtavista tiedoista erilliskriteerinä, ks. luku 5.3.1]. Tällöin yhtiö ei selviä vain uuden tiedon julkistamisella, vaan havaitessaan ristiriidan sen on ensin korjattava vanha tieto ja vasta sen jälkeen julkistettava uusi tieto [vrt. Outokumpu-tapaus luvussa 2.5.5].

⁵⁸⁹ Syy-yhteyksiä on vielä vaikeampi havaita kun tarkastellaan vahingonkorvauksen syy-yhteyden yleisiä oppeja arvopaperimarkkinoilla. Tästä tarkemmin *Rudanko* 1998, 369.

⁵⁹⁰ *Dutta – Nelson*, 10.

Tässä suhteessa oikea tiedotusmenettelytapa vanhan tiedon korjaamisen osalta käy ilmi ns. Kone-Valtra -tapauksesta, jota voidaan verrata edellä esitettyyn Outokummun Avesta Polarit -tapaukseen.

Kone Oyj jätti kauppa- ja teollisuusministeriölle toukokuussa 2002 tarjouksen Suomen valtion omistamista Partek Oyj:n osakkeista, jotka edustivat noin 30,2 prosenttia Partekin osakepääomasta ja äänivallasta.⁵⁹¹ Lopuista Partekin osakkeista oli tarkoitus julkistaa ehdollinen ostotarjous. Koneen tarkoituksena oli tiedotteen mukaan luoda kooltaan merkittävä, juuriltaan suomalainen teollisuus- ja palveluyritys, jolla on vahva globaali markkina-asema toimialoillaan sekä erinomaiset edellytykset kannattavaan kasvuun. Koneen tavoitteena oli sen mukaan kehittää Partekin liiketoimintoja pitkäjänteisesti ja Partekin voimassa olevan strategian mukaisesti hyödyntäen syntyvän kokonaisuuden vahvaa rahoitusasemaa sekä teollista osaamista maailmanlaajuisesti. Tästä ja Koneen hallituksen puheenjohtaja Antti Herlinin lausumista muodostui julkisuuteen käsitys, jonka mukaan Koneella ei ollut aikomustakaan pilkkoa Partekia. Myös ministeri Sinikka Mönkäreeseen nähtiin puhuneen ikään kuin valtio olisi saanut Herliniltä takeet Partek-kokonaisuuden säilyttämisestä.

Noin vuosi myöhemmin Kone julkisti tiedotteen ”KONEen traktori- ja metsäkoneliiketoiminnoille haetaan uusia omistajia”.⁵⁹² Tiedotteen mukaan Kone oli päättänyt keskittyä materiaalinkäsittelyssä kontin- ja kuormankäsittelyyn ja luopua traktori- ja metsäkoneliiketoiminnoista. Traktoriliiketoiminnan Valtra-traktorimerkki oli markkinajohtaja Pohjoismaissa ja kolmanneksi myydyin Latinalaisessa Amerikassa. Koneen taholta kuitenkin kiistettiin, että kyseessä oli ollut ”sanan syöminen”, koska asiasta ei oltu valtion kanssa sovittu suullisesti saati kirjallisesti. Syyskuussa, runsaan kahden kuukauden kuluttua Kone ilmoitti allekirjoittaneensa yhdysvaltalaisen AGCO Corporationin kanssa sopimuksen Valtran koko liiketoiminnan myymisestä.⁵⁹³

Edellä Outokummun Avesta Polarit -tapauksen yhteydessä todettiin, että yhtiö voi muuttaa strategiaansa, mutta että sen tulee ilmoittaa, jos aiemmin ilmoitetut tiedot eivät enää ole relevantteja [ks. s. 68]. Oikeaksi, ja poikkeavaksi Avesta Polarit -tapaukseen nähden, tekee Kone-Valtra -tapauksen se, että Kone ilmoitti hyvissä ajoin ennen uuden kaupan julkistamista, mitä se aikoo Valtralle tehdä. *Sijoittajilla oli näin aikaa reagoida muutokseen* (mikäli olivat perustaneet tulkintansa yhtiön tulevaisuudesta Herlinin suullisiin puheisiin) ja Koneen uusiin tulevaisuudennäköymiin.

Yksi tai useampi julkistettu tieto, joka itsessään on oikea, voi olla harhaanjohtava, kun sitä punnitaan yhdessä aiemmin julkistetun tiedon kanssa.⁵⁹⁴ Julkista-

⁵⁹¹ Kone Oyj:n pörssitiedote 20.5.2002: ”KONE on jättänyt valtiolle tarjouksen Partekin osakkeista”.

⁵⁹² Kone Oyj:n pörssitiedote 26.6.2003: ”KONEen traktori- ja metsäkoneliiketoiminnoille haetaan uusia omistajia”.

⁵⁹³ Kone Oyj:n pörssitiedote 10.9.2003: ”KONE myy Valtran yhdysvaltalaislle AGCOlle”.

⁵⁹⁴ Näin Samuelsson, 309, joka kuitenkin toteaa, että ” – – det är naturligtvis svårt att dra gränsen mellan information som är direkt vilseledande och sådana uppgifter som är så svårtolkade att vilseledandet snarast får tillskrivas bristande analysförmåga hos mottagaren”.

misvelvoitteen voidaan katsoa syntyneen myös, jos uusi, itsessään vähäinen tieto osoittaa aiemman vähäisen tiedon olennaiseksi, ts. jos se entiseen tietoon liitettynä tekee tiedosta olennaisen. Tätä tulisi edellyttää siitä huolimatta, että se saattaisi johtaa kokonaisuutena tietojen niukempaan julkistamiseen yritysten varovaisuuden lisääntyessä.

Yritysjohdon on usein ratkaistava, milloin olennaisesta asiasta voidaan tehdä päätös, joka laukaisee tiedotusvastuun. Joskus muodollista päätöksentekoa lykätään seuraavaan hallituksen kokoukseen tai pidetään tauko vain sen vuoksi, ettei asiasta tarvitsisi tiedottaa välittömästi. Kokousajankohdat sovitaan siten, että asiasta voidaan tehdä päätös, vaikka asia tosiasiallisesti olisi ollut selvä aikaisemminkin. Tällainen toiminta sisältää sisäpiiririskin, mutta on hyväksyttävää edellyttäen, että yhtiö huolehtii samalla omalta osaltaan sisäpiirivelvoitteiden täyttymisestä. Muussa tapauksessa yhtiön toimintaa on arvioitava ankaremmin kuin muuten.

Tiedotusajankohdan harkinta on ongelmallista myös silloin, kun tieto syntyy tihkuen ja vähitellen (esimerkiksi kun tuotekehityshanke valuu vähitellen tyhjiin useita syistä). Tällöin on kysyttävä, milloin asia on käynyt niin ilmeiseksi, että siitä pitää tiedottaa? Jos yhtiö ei päivitä kumuloituvaa tietoa, yhtiöstä alkaa vähitellen syntyä väärä kuva.

5.4.7 Tiedon vanhentumisajankohta

Julkistuksen jälkeen tieto alkaa vähitellen menettää merkitystään ja dilutoitua. Se alkaa sekoittua muuhun tietoon ja muuttaa muotoaan, siitä tulee yhtiön *rakenteellista tietoa*. Tieto muokkaa johdonkin käsitystä liiketoiminnasta ja sitä on entistä vaikeampi tarkastella erillisenä tietona.⁵⁹⁵

Johdon tiedon sisällölle antama merkitys on johdon tulkinta asiasta. Tiedon yksilöpääoma on se tieto, joka muodostuu yksilön koulutuksesta, kokemuksesta ja valmiuksista sekä kyvystä muuttaa tieto toiminnaksi. Kun tieto (siis data, informaatio ja siihen liittyvät tulkinnat ja painotukset) julkistetaan, se jaetaan muille, jotka omalta osaltaan tulkitsevat sen omaa toimintaansa varten. Näin tiedot ovat sidoksissa yksilöihin. Mutta tämän ei tarvitse merkitä sitä, että organisaatio olisi yksilöistä *riippuvainen*. Itse asiassa suuri osa yksilöiden tiedoista on sellaista, joka on sidoksissa organisaatioon. Siihen kuuluvat järjestelmät, rutiinit, suhdeverkot ja imago, jotka antavat organisaatiolle mahdollisuuden käsitellä suurempaa liiketoimintaa jäsentyneemmällä tavalla. Rakenteellinen tieto tekee yrityksen vähemmän haavoittuvaksi henkilöstön irtisanomisille tai asiakkaiden menetyksille.⁵⁹⁶

⁵⁹⁵ Merkityksen menettämisenä ei voida pitää kuitenkaan sitä, että yhtiö ei julkista asiasta lisätietoja pitkää aikaan.

⁵⁹⁶ *Sveiby*, 99.

Ajan kuluminen tiedon julkistamisesta merkitsee, että sen ajankohtaisuudesta etäännyttään, siitä ei enää puhuta eikä se enää ole keskeinen argumentti nykytilannetta arvioitaessa. Sitä ei myöskään aktiivisesti tutkita. Ajan merkitys eri toimialoilla on kuitenkin erilainen ja siksi on ilmeistä, että *eri toimialoilla ja asioilla on eripituinen vanhentumisaika*. Nopeasti muuttuvalla tietotekniikka-alalla kolmen viikon kuluttua edellisen tulospöytäkirjan julkistuksen jälkeen ei varovaisuussyistä voida enää toistaa annettua näkemystä, koska tilanne on suurella todennäköisyydellä jo ehtinyt muuttua, vaikka yhtiöltä vielä puuttuisivatkin faktiset evidenssit.

Sijoittajien ja yhtiön aikaperspektiivit ja tulkinnat asioista voivat käytännössä erota huomattavasti samallakin toimialalla. Esimerkiksi matkapuhelinalalla sijoittajille lyhyt tähtäin (short-term) merkitsee aikaa yhdestä tunnista viiteen päivään, pitkä tähtäin (long-term) merkitsee seuraavaa neljännesvuotta, strateginen aikaväli ehkä kahta neljännesvuotta. Toisaalta sana merkittävä tarkoittaa sijoittajien kielenkäytössä ehkä yhtä prosenttia, kun taas yhtiölle se voi tarkoittaa 25 prosenttia. ”Sijoittaminen tulevaisuuteen” kuulostaa sijoittajien korvissa kustannusten kasvulta ja pienemmiltä voitoilta, näkymien epävarmuuden julkilausuminen saa sijoittajat pakenemaan ja sanojen ”hyvä”, ”terve” ja ”vakaa” käyttö saa sijoittajat uskomaan yhtiön kykenevän ylittämään tulosodotukset.⁵⁹⁷

Tieto, joka esimerkiksi osavuositarkastuksen yhteydessä vain korvataan uudella, samansisältöisellä (numeraalisella) tiedolla, vanhentaa aiemmin julkistetun vastaavan tiedon eikä siihen sen vuoksi enää kohdistu oikeuksia. Sen sijaan eri tahojen perustellut odotukset ja niiden mukainen oikeus laadulliseen tietoon jatkuu osavuositarkastuskauden yli, koska tällöin annettu lisätieto vain täydentää aiemmin annettua tietoa. Vaikka tällainen laadullinen tieto muuttaa muotoaan, se ei menetä kokonaan merkitystään, sen sisältö vain päivitetään. Erityisesti näin käy prosessinomaisen, strategiaa koskevan tiedon.

Ongelmaksi tilanne muodostuu silloin, kun yhtiö on julkistanut (riskipitoisen) hankkeen, mutta ei halua pitää asiaa esillä sen kielteisen vaikutuksen vuoksi. Jos yhtiö ei ole esittänyt ajallisia lupauksia julkistetusta tiedosta, onko sillä velvoitetta kertoa hankkeesta myöhemmin mitään? Sijoittaja voi tietenkin seurata muuta markkinatietoa ja arvioida, onko yhtiön vaikeneminen myönteinen vai kielteinen signaali. Jos tiedonantovelvollisuuden lähtökohdaksi hyväksytään tiedotuksen pistekäsitys ja informaatio sen mukaisesti suunnataan ensi sijassa huolelliselle, ammattimaiselle sijoittajalle, ei juridista ongelmaa ole. Mutta kun tässä tutkimuksessa ei tätä lähtökohtaa hyväksytä, tulee asiasta ja sen kehittämisestä tiedottaa, vaikka lupauksia ei olisi annettukaan.

⁵⁹⁷ Nissinen 2.10.2002.

Sijoittajalla on oikeus luottaa siihen, että yhtiö jatkuvasti kertoo asiasta kaiken tarpeellisen osakkeen arvon arvioimiseksi, ja siihen, että se ilmoittaa, jos jokin aiemmin kerrottu seikka menettää merkityksensä. Juuri tämän tiedon voimassaoloon kohdistuvan perustellun odotuksen vuoksi yhtiö joutuu arvioimaan oman avoimuuden asteensa. Jos sijoittaja ei pidä yhtiön antamia tietoja riittävinä, hän puolestaan joutuu pohtimaan riskin määrää, ja joko pitää osakeensa tai myy ne pois. Yhtiöt kilpailevat näin paitsi tuloksillaan, myös tiedotamisellaan ja sen kautta saavutetulla luottamuksella. Yhtiön tiedotusprosessi on siis tietojen antamista, niiden vahvistamista ja/tai peruuttamista. Tämä korostaa jatkuvan tietohuollon tehtävää perusteltujen odotusten päivittäjänä [tietohuollon ulottuvuudesta lisää kappale 5.3], joka ottaa huomioon sen, että sijoittajat tulevat mukaan yhtiön toimintaan eri hetkinä. Joskus sijoittaja on voinut seurata yhtiötä pitkän aikaa ennen sijoituspäätöksen tekemistä, toisinaan hän saattaa sijoittaa yhtiöön lyhyenkin tutustumisen jälkeen. Tiedotuksen piste-käsityksen ollessa voimassa sijoittaja voi perustaa sijoituspäätöksensä yksittäisten tietojen pohjalta, kun taas tiedotuksen prosessikäsityksen mukaan tulkitun tiedonantovelvollisuuden johdosta sijoittajalla on aina käytössään kokonaiskuva yhtiöstä. Kuinka pitkältä ajalta ennen sijoitushetkeä sijoittaja voi luottaa että vanhat tiedot ovat edelleen voimassa?

Julkistetun tiedon merkityksen voimassaolo vaihtelee toimialoittain ja yhtiökohtaisesti. Aiemmin yhdysvaltalaiset pankkiiriliikeet eivät saaneet julkaista 25 päivään listautumisen jälkeen tutkimusraporttia sellaisesta yrityksestä, jonka listautumista ne ovat itse olleet järjestämässä. Nyt aikarajaa on uusien suositusten mukaan nostettu 40 päivään.

Tiedon vanhentumisen oikeudellinen vaikutus jää kuitenkin jossain määrin avoimeksi ajan pituuden osalta. Kohtuulliselta nyrkkisäännöltä kaikkia toimialoja ajatellen tuntuisi, että tieto ei vanhene ennen seuraavalta tilikaudelta laadittua tilinpäätöstä, jolloin lyhimmillään tiedon oikeudellinen vaikutus ulottuisi runsaan vuoden päähän tapahtumasta.⁵⁹⁸ Avoimena kysymyksenä pysyy kuitenkin se, missä määrin sitä sen vanhentumisen jälkeen voidaan käyttää asiayhteydellisenä perusteluna myöhemmin tuleviin tieto-oikeuksiin.⁵⁹⁹ Tällöin tuntuisi oikealta huomioida asian ratkaisuun vaikuttavia muita tekijöitä, kuten yhtiön yleistä tiedotuspolitiikkaa.

Sen sijaan julkistettuun tietoon sisältyvän virheen tai julkistamatta jättämisen voidaan katsoa vanhenevan vielä edellistä hitaammin. Tyypillinen tällainen julkistamatta jättäminen, jonka yhtiöt usein selittävät unohdukseksi, on vuosia

⁵⁹⁸ Esimerkiksi jos yhtiön tilikausi on kalenterivuosi ja yhtiö julkistaa tiedon joulukuun lopulla, voitaisiin sen katsoa vanhentuneen vasta seuraavalta tilikaudelta tehdyn tilinpäätöksen perusteella.

⁵⁹⁹ Vrt. perintöoikeuden vanhentumisesta *Aarnio* 1967, 222–223.

jatkuva oikeudenkäynti. Varsinkin jos yhtiö ei ole laskennallisesti ottanut sitä tuloksessaan huomioon, tiedon vanhenemisajankohtaa on tarkasteltava tapauskohtaisesti koko vaikutusympäristössään.

Edellä on esimerkkien kautta pyritty kuvaamaan sitä toimintaa, jota yhtiössä tiedonjulkistusharkinnan ympärillä tapahtuu. Tavoitteena on ollut johtaa toiminnasta piirteitä, jotka olisivat oikeudellisessa tutkinnassa konkreettisia ja nykyistä helpommin lähestyttävää. Kritiikin kärki on kohdistunut tiedonantovelvollisuuden katkelmalliseen tarkasteluun, joka jättää yhtiön kokonaisuuden ja liiketoimintojen prosessinomaisuuden ja jatkuvuuden huomiotta.

5.4.8 Ajallisen ulottuvuuden yhteenvetoa

Tiedonantovelvollisuuden ajallisen ulottuvuuden mukaan yhtiöntiedon syntymishetki on hetki, jolloin tiedolle on yhtiössä annettu olennaisuusmerkitys. Tällainen tieto on sisäpiirintietoa siihen asti, kunnes se on julkistettu. Jo julkistamista harkittaessa yhtiöllä on velvollisuus samanaikaisesti toimittaa kolmea tiedotustehtävää, joiden sisältö määritellään: ”Saatuaan asiasta tiedon” on lähtökohtainen edellytys toimintaketjulle, jonka mukaan yhtiön on ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin, tarkistettava tiedon luotettavuus sekä harkittava, olisiko kaupankäynnin keskeyttämistä haettava. Tällöin ilmenee esimerkiksi, ettei lain tulkinnassa pitäisi antaa yksinään ratkaisevaa merkitystä sille, onko tiedon perustana päätös, ennen kuin tieto pitää julkistaa.

Lain termi ”ilman aiheetonta viivytystä” saa tarkemman sisällön, kun tiedon käsitetään olennaisuusmerkityksen antamisen jälkeen siirtyvän välitilaan. Koska yhtiöllä on edellytysulottuvuuden mukaan oltava aina perusvalmius tiedottamiseen, on aiheellisen viivytyksen hyväksyttävä aikaväli yhdestä tunnista yhteen vuorokauteen tilanteesta riippuen. Julkistamisen jälkeen tieto voi vahvistua, heikentyä tai jatkaa olemassaoloaan. Yhtiö voi tiedottaa asiasta paitsi oikea-aikaisesti, myös etu- tai takapainotteisesti. Yhtiöntiedon aikaulottuvuuden monidimensioisuus aiheuttaa kuitenkin sen, että joskus myös keskinäisiltä syy-yhteyksiltään heikot, mutta ajallisilta yhteyksiltään vahvat seikat tai päinvastoin vaikuttavat siihen, että on tapahtumassa jotain yhtiön kannalta olennaista. Näin käy erityisesti silloin, kun uusi tieto kytkeytyy vanhan tiedon muuttamiseen harhaanjohtavaksi. Tieto kuitenkin yleensä vähitellen vanhenee muuttuessaan rakenteelliseksi tiedoksi. Sen sijaan julkistettuun tietoon sisältyvän virheen tai tiedon julkistamatta jättämisen on katsottava vanhenevan muuta tietoa hitaammin.

5.5 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN ULOTTUVUUKSIEN YHTEENVETOA

Tutkimus laajentaa nykyistä tiedonantovelvollisuuden tulkintaa siten, että sille avautuu neljä oikeudellista ulottuvuutta: tiedonantovelvollisuuden edellytys-ulottuvuus, olennaisuusulottuvuus, huoltoulottuvuus sekä ajallinen ulottuvuus. Tiedonantovelvollisuus on siten *yleisnimitys* moniulotteisesta yhtiöntietoon liittyvien toimintojen järjestämisestä, jotta sijoittaja voisi muodostaa perustelun arvion osakkeen arvosta. Kyse on velvollisuudesta hallita yhtiön ja sijoittajien välistä suhdetta niin, että yhtiö näiden ulottuvuuksien kautta integroituu osaksi toimintaympäristöään, sen vastuulliseksi osaksi. Tämän vuoksi tiedonantovelvollisuuden kokonaistarkastelussa huomio kohdistuu yhtiön sisäiseen toimintaan, ulkoiseen toimintaan ja ympäristön yhtiöön kohdistuvaan vaikutukseen, kaikkiin samanaikaisesti.

Ulottuvuudet ovat siis läheisessä yhteydessä toisiinsa ja muodostavat kokonaisuuden. Vaikka niitä voidaan tarkastella erilläänkin, niiden lopullinen ja kulloisenkin tilanteen mukainen painoarvo määräytyy vasta suhteessa toisiinsa. Toisinaan enemmän painoa voi saada esimerkiksi ajallinen ulottuvuus, mutta se harvoin esiintyy irrallaan, kokonaan ilman muiden ulottuvuuksien olemassaoloa. Siksi, kun yhtä ulottuvuutta oikeudellisesti tarkastellaan, on muitakin ulottuvuuksia pidettävä silmällä, koska ne voivat avata paremmin vastauksen kysymykseen, onko tiedonantovelvollisuus tullut täytetyksi. Tilannekohtaisesti on kuitenkin usein niin, että edellytys- ja huoltoulottuvuudet kulkevat rinnan, ja olennaisuus- ja ajallinen ulottuvuus keskenään. Tiedonantovelvollisuuden laajentaminen uusiin oikeudellisiin ulottuvuuksiin merkitsee sen seurauksen hyväksymistä, että jollakin osapuolella voi olla yhtiöntietoon perustuvia oikeuksia, jotka voivat poiketa toisen osapuolen vastaavista oikeuksista.

Kukin ulottuvuus painottaa tiedonantovelvollisuutta eri tavoin. Edellytys-ulottuvuus pyrkii vastaamaan kysymykseen, miten yhtiön sisäinen toiminta kuuluu järjestää. Yritysjohdo voi siis sisäisesti ja etukäteen valmistautua tiedonantovelvollisuuden eteen tuleviin tilanteisiin. Olennaisuusulottuvuus syventää nykyistä olennaisuuskäsitystä jakamalla olennaisuuden arvioinnin systeemi- ja laadulliseen arviointiin, jolloin jälkimmäisessä astuu esille myös johdon oma näkemys ja lojaliteetti. Huoltoulottuvuus tuo mukaan yhtiön ulkoisen toiminnan ja yhtiön johdon toisintoimimismahdollisuuden periaatteen. Ajallinen ulottuvuus tarkastelee tiedon kehitysvaiheita yhtiön prosessissa eli milloin yhtiön on julkistettava tieto.

Edellytysulottuvuus on tarkastelun perusta: Ilman sisäistä toiminnan järjestämistä johto ei voi tietää, mikä yhtiössä on olennaista, eikä huolehtia luotettavasti oikeista ja riittävistä tiedoista osakkeen arvon määrittämiseksi, puhumattakaan tietojen oikea-aikaisuudesta. Kaikki listayhtiöt ovat sitoutuneet luomaan omaan liiketoimintaansa sopivan, hyvän tiedonhallintatavan, huolehtimaan

kaikkien olennaisten tietojen ja niiden perustelujen asianmukaisesta saatavuudesta sekä muista tiedon laatuun vaikuttavista tekijöistä. Yhtiöt ovat siten erilaisia. Juuri edellytysulottuvuus tuo esiin tiedottamisen yhtiökohtaisuuden merkityksen, mikä sijoittajan on huomioitava. Yhtiöllä on itse määrittelemänsä tiedotuskäytävä, tiedotusreservi ja tiedotusharkinta. Tavoitteena ei siis ole aina mahdollisimman suuri avoimuus, vaan että yhtiö tekisi tiedonantovelvollisuutta toteuttaessaan perusteltuja ratkaisuja.

Tiedonantovelvollisuuden täyttymisen arvioinnissa on päähuomio aiemmin usein kiinnittynyt tiedon olennaisuuden arviointiin. Muiden ulottuvuuksien johdosta *painoa saa yhtiön kokonaistoiminta*. Siksi *olennaisuusulottuvuuden merkitys on heikentynyt suhteessa muihin ulottuvuuksiin*. Olennaisuuden arvioinnissa kun ei ole olemassa vain yhtä kattavaa ratkaisuperustaa. Olennaisuuden kriteerejä täytyy muuttaa tilanteen mukaan, jolloin voidaan tulla erilaisiin tuloksiin. Olennaisuusulottuvuus avaa näkökulman luottamukseen sijoittajien ja yhtiön johdon välillä. Tiedon olennaisuudessa on kysymys yhtiön ja arvopaperimarkkinoiden relaatiosta, johon vaikuttaa molemmiin puolin tunnettu luottamus. Sijoittaja joutuu siksi tiedon olennaisuutta arvioidessaan tarkastelemaan paitsi tiedon sisältöä, myös keinoja, joilla yhtiö perustelee asiansa.

Huoltoulottuvuus on läheisessä vuorovaikutuksessa edellytysulottuvuuden kanssa. Ne eroavat kuitenkin siinä, että edellytysulottuvuus kohdistuu yhtiön sisäiseen toimintaan, osin vapaavalintaisiin menettelytapoihin, kun sen sijaan huoltoulottuvuuden vaikutukset kohdistuvat markkinoihin. Yhtiön tiedonantovelvollisuus määräytyy tässä osittain sijoittajilta saadun palautteen perusteella. Kun edellytysulottuvuus koskee tiedottamisen sisäisiä järjestelmiä, huoltoulottuvuus keskittyy enemmän yhtiöntietojen sisällöllisiin kysymyksiin.

Huoltoulottuvuudella tarkoitan sijoittajien tietojen pitämistä ajantasalla, jo julkistettujen tietojen täydentämistä, kommentointia, uudelleen järjestämistä tai markkinoilla olevan tiedon keräämistä ja analysointia sekä näiden pohjalta tapahtuvaa uutta tiedon tuotantoa. Yhtiö niveltää näin oman toimintansa osaksi markkinoita. Kun yhtiö on sitoutunut noudattamaan pörssin sääntöjä, on muilla osapuolilla perusteltu odotus, että yhtiö käyttää hyväksytyjä tiedonjulkistuksen kriteerejä ja täyttää myös julkistuksen menetelmälliset ehdot. Tiedonantovelvollisuuden peruskysymys on, koostuuko yhtiöntieto vailla merkitysyhteyksiä olevista yksittäisistä tiedoista vai yhtiöntiedon kokonaisuudesta. Yksittäinen tieto on osa *mosaiikkimaisesti* muotoutuvaa yhtiön strategiaa, joka kuvastaa johdon näkemystä liiketoiminnasta. Siksi yksittäisen tiedon julkistamisen yhteydessä tulisi tarkastella aina myös sen yhteyttä kokonaisuuteen. Informaation on julkistettavalta osaltaan oltava symmetristä johdon tiedon kanssa, vaikkakaan ei yhtä täydellistä. Nyt tulkinta on käytännössä jätetty sijoittajan harteille, mikä johtaa sijoittajat epäarvoiseen asemaan.

Ajallisella ulottuvuudella on läheinen yhteys tiedon olennaisuus -ulottuvuuteen. Tiedon ajallisia ulottuvuuksia arvopaperimarkkinoilla kuvataan tiedon

syntymis-, vahvistumis/vähenemis/jatkumis- sekä vanhenemisajankohtien kautta. Kun tieto kehittyy yhtiön prosessissa, tiedon olennaisuus on yhtiön sisällä erilainen kuin yhtiön ulkopuolella. Yhtiöllä on paitsi velvollisuus myös oikeus päättää, miten se rajaa tietoa julkistettaviin ja salassapidettäviin asioihin. Ulkopuolisen sijoittajan on tyydyttävä yhtiön määrittelemiin julkistettavan tiedon rajoihin. Tiedot liiketoiminnan kokonaisuudesta tulevat osittain näkyviksi, osittain ne jäävät näkymättömiksi. Täydellistä transparensia ei voida pitää realistisena eikä edes toivottavana tavoitteena. Tiedotustoiminnan toteutus vaihtelee yhtiöittäin ja toimialoittain. Jotta päätöksenteko julkistettavasta tiedosta olisi mahdollista ennakoida, on yhtiöllä oltava selkeä, itselle kehitetty toimintatapa. Sijoittajan on huomioitava tiedonantovelvollisuuden ajallisen ulottuvuuden erot yhtiöiden välillä.

Tiedonantovelvollisuuden moniulottuvuustarkastelu on askel arvopaperimarkkinoiden keskinäisten, toisiinsa vaikuttavien relaatioiden merkitysten näkemiseen.

OSA IV

TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN OIKEUDELLISTEN ULOTTUVUUKSIEN VAIKUTUKSET

6 Sijoittajan perustellut odotukset

Jatkuva massiivinen tiedon virta markkinoille sijoittajien hyväksikäytettäväksi on paitsi yhtiöiden myös muiden markkinaosapuolten toiminnan seurausta. Yhtiöiden tiedonantovelvollisuus on tiedotuksen prosessikäsityksen mukaan edellä purettu neljään ulottuvuuteen, joiden varassa oikeudellista harkintaa voidaan täsmentää ja kehittää. Tiedonantovelvollisuus on säädetty suojaamaan tiedon vastaanottajaa, jolla on yhtiön velvollisuutta vastaavat oikeudet. Tässä luvussa käsitellään yhtiön toimintaan kohdistuvia sijoittajan odotuksia, joita yhtiön tulisi huoltoulottuvuuden perusteella seurata ja jotka muodostavat yhtiölle velvollisuuden uudelleen tiedottamisesta. Odotusten seuranta on yhtiön ja sen osakkeenomistajien yhteinen etu, vaikka edut muuten saattavat jossain määrin eriytyäkin. Odotukset muodostavat yhtiön ja sijoittajien välille siteen, jonka velvoittavuus on erilainen eri tilanteissa, samoin kuin lojaliteetinkin.

Odotuksen perusteltavuus liittyy yleiseen oikeudenmukaisuus-käsitteeseen. *Timosen* mukaan oikeudenmukaisuus on lopullista määrittelyä pakeneva käsite, jota yleensä käytetään eräänlaisena tilannesidonnaisena yleiskäsitteenä.⁶⁰⁰ Arvopaperimarkkinaoikeudellisissa tulkintatilanteissa, jotka usein ovat vaikeita, oikeudenmukaisuus-käsitteen eräänä perusosana voidaan *Ahlmanin* tapaan pitää *perustellun odotuksen periaatetta*.⁶⁰¹ Tällä on keskeinen merkitys myös tiedonantovelvollisuuden täyttymistä arvioitaessa.

Perustellun odotuksen periaate on, että kullekin subjektille on suotava ne edut ja pantava kannettavaksi ne rasisukset, joita toisten subjektien *aikaisempi käyttäytyminen* antaa perusteltua aiheutta odottaa hänenkin osakseen tulevan.⁶⁰² Oikeudenmukaisuuteen kuuluu siten ennalta-arvattavuus, joka takaa toimijoille mahdollisuuden ennakoida toimintaansa liittyviä etuja ja haittoja.⁶⁰³ *Ahlmanin* mukaan on kysyttävä itseltä: Onko aikaisempi käyttäytymiseni antanut aiheutta odottaa, että toinen saa osakseen jonkin edun? Käyttäytyminen on ymmärrettävä laajassa merkityksessä. Lupaukset ja sopimukset, myös äänettömät, ovat rinnastettavia. Ne

⁶⁰⁰ *Timonen* 1997, 84.

⁶⁰¹ *Ahlman*, 40. Muut *Ahlmanin* oikeudenmukaisuus-käsitteen perusosat ovat yhdenmukaisuuden ja ansaitsemisen periaatteet. Yhdenmukaisuuden periaatteen, 31–32, mukaisesti *samanlaisten* tai *samassa asemassa olevien* subjektien osaksi pitää tulla samat edut ja rasisukset. Jonkinasteinen kaavamaisuus on välttämätöntä. Ansaitsemisen periaatteen, 47, mukaisesti jokaisen tulee saada osakseen ne edut ja rasisukset, jotka hän on *ansainnut*.

⁶⁰² *Ibid.*

⁶⁰³ *Timonen* 1997, 85.

ovat osa käyttäytymistä. Erityisesti suoranaiset, toiselle annetut lupaukset eli *velvollisuus pitää sanansa* kuuluvat luonnonoikeuden perustaviin periaatteisiin.⁶⁰⁴

Lupauksen rikkomiseen sisältyvän vääryyden asteeseen vaikuttaa ”odotettavuuden” aste ja se, mihin ”odotettavuus” perustuu. Lupaus voi olla enemmän tai vähemmän vapaaehtoinen, vakava tai juhlallinen, ja sen selvyys eriasteinen. Tavallista suuremmaksi vääryydeksi katsotaan, kun sellainen lupaus rikotaan, joka on annettu käyttämällä toimintatapoja, jotka korostavat sen rikkomattomuutta ja osoittavat, että ollaan tietoisia siitä, mitä luvataan. Merkitystä on sisällön täsmällisyydellä, selvyydellä sekä ajalla, joka on kulunut lupauksen antamisesta. Vaikeammiksi yleinen oikeudentunto katsoo heti lupauksen antamisen jälkeen tapahtuvat rikkomukset.⁶⁰⁵

Vaikka odotus on tiedon saajalla, ei odotuksen oikeudenmukaisuus voi kuitenkaan kohdistua mihin tahansa. *Ahlmanin* ajattelun soveltaminen arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen merkitsee, että odotusten syntymisen on tapahduttava tiedon antajan, yhtiön todennettavana käyttäytymisenä. Sijoittajankin odotus voi siten olla perusteltu vain, jos ”odotettavuus” on syntynyt yhtiön tietoisin toimin. Merkitystä sen sijaan ei ole sillä, että sijoittaja on yhtiön näkökulmasta anonyymi. Arvopaperimarkkinoiden erityisen spekulatiivisuuden vuoksi on odotuksen perusteltavuus tämän vuoksi ja tästä riippumatta tärkeää.

Koska arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuden sääntelyn perusajatuksia on luottamuksen ylläpito, jatkuva tiedottaminen ja pyrkimys välttää yllätyksiä, yhtiön tulisi seurata jo markkinan vähäisiäkin odotuksia ennakoidakseen toimintaansa. Erityisesti sen tulee huolehtia siitä, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti tietoja julkistettaessa. Jos yhtiön toiminnan pohjalta syntynyt perusteltu odotus on ristiriidassa sen julkistamien tietojen kanssa ja tämä alkaa kohtuuttomasti ohjata yhtiön arvoa markkinoilla, ei yhtiöllä ole harkintamahdollisuutta olla päivittämättä annettuja tietoja. Näin siis perusteltu odotus synnyttää velvoitteen tiedottaa. Jos yhtiö ei perustellun odotuksen pohjalta julkista tietoa, se saattaa syyllistyä tiedonantovelvollisuuden rikkomukseen, vaikka voimassaolevat säännökset eivät juuri kuitenkaan tarkenna, milloin tietoja pitää päivittää.

Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuus luo sijoittajalle perustellun odotuksen neljällä tavalla:

⁶⁰⁴ *Ahlman*, 40–45.

⁶⁰⁵ *Ahlmanin*, 45–46, mukaan, jos joku jättää täyttämättä parikymmentä vuotta aikaisemmin antamansa lupauksen, tapahtuu kyllä vääryys lupauksensaajaa kohtaan, mutta ajan pituus vaikuttaa, ettei sitä pidetä kovin räikeänä, koska ”odotettavuus” on vähäisempi. – On aihetta ajatella, että aika on nykyisessä liiketoimintaympäristössä merkittävästi lyhyempi.

- 1) julkistetun tiedon pohjalta,
- 2) yhtiön aiemmasta toiminnasta syntyneen ennakoitavuuden pohjalta,
- 3) tiedon voimassaolon, sekä
- 4) tietyissä erityistilanteissa myös markkinatiedon pohjalta.

On tärkeää huomata, että tiedottamisveloitteen syntymiseen eivät riitä sijoittajan julkistettujen tietojen pohjalta tekemät omat johtopäätökset tai tulkinnat. Julkistamisvelvoite ei kohdistu esimerkiksi asetettuun tavoitteeseen yleensä, vaan yksilöityyn tietoon tavoitteesta. Se ei voi kohdistua myöskään erillisten tietojen yhdistelmiin, ellei yhtiö ole itse tätä tehnyt ja muodostanut tiedoista kokonaiskuvaa. Perusteltu odotus liittyy siis ensi sijassa yhtiön itsensä julkistamisiin kannanottoihin.

Sijoittaja luo odotuksensa yhtiöön lukemattomista lähteistä (yhtiön omasta tiedonjulkistuksesta, mediasta, analyyseista, tietoihin toisilta toimialoilta). Osa näiden tietojen merkityksistä vahvistuu, osa heikentyy ajallisesti joko lyhyen tai pitkän ajan kuluessa. Yhtiö voi luoda odotuksen, se voi tarkentaa sitä, suunnata tai muokata sitä uudelleen tai peruuttaa sen. Perustellun odotuksen oikeudellista voimassaoloa arvioitaessa on selvitettävä tiedon alkuperä, koska markkinatiedon tai mediantiedon sekoittuminen yhtiön julkistamaan informaatioon on aina mahdollista [ks. tiedonmuotojen jaottelu tarkemmin luvussa 4].

Perustellulla odotuksella voi olla neljä olomuotoa. Tiedon julkistuksen hetkellä yhtiö (i) *luo odotuksen* sijoittajalle, (luotu odotus, LO). Vaikka julkistettu tieto kertoisikin menneestä, menneiden tapahtumien jäsentely ja käytetyt luokittelut luovat perusteen sille, että tulevat tiedot annetaan samoin jäsennehtyinä ja että ne myös muutoin ottavat kantaa aiemmin annetun tiedon sisältöön. Sijoittaja voi itse kehittää ja liittää siihen muitakin assosiaatioita, mutta nämä liitännäisodotukset eivät tee odotuksesta perusteltua. Yhtiön toistaessa luomaansa odotusta, kertoessa lisätietoja, pitäessä asiaa esillä tai kommentoidessa tietoa, se (ii) *vahvistaa ja tarkentaa odotusta* (vahvistettu odotus, VO). Kolmas olomuoto perustellulla odotuksella on silloin, kun yhtiö (iii) *peruuttaa odotuksen* (peruutettu odotus, PO). Tällöin se lakkaa olemasta perusteltu odotus. Se ei enää ole relevantti, ja se on menettänyt liiketoiminnallisen merkityksensä. Odotuksella ei ole enää perustellun odotuksen tunnusmerkkiä, yhtiön kannanottoa. Sijoitushetki (*) on käsillä, kun sijoittaja sijoittaa yhtiöön.

Näiden pistemäiseen tiedotuskäsitykseen perustuvien odotusten lisäksi sijoittajalla on aina tietty (iv) *odotuksen perustaso* (OPT). Se on sekä yleistä luottamusta arvopaperimarkkinoihin että luottamusta asianomaisen yhtiön toiminnan jatkumiseen edelleen. Odotuksen perustaso syntyy siis yhtiön pitkään jatkuneesta toiminnasta. Sijoittamisessa on monissa yhteyksissä korostettu sijoittamisen pitkäjänteisyyttä tuloksellisuuden varmistamiseksi. Yhteiskunnan etukaan ei ole se, että kaikki sijoitukset vaihtaisivat opportunistisesti kohdetaan mahdollisimman nopeasti. Mitä kauemmin sijoittajan varat ovat kiinni

samassa yhtiössä, sitä suuremmaksi tulisi hänen perusodotuksensa taso voida olla. Perusodotuksen suurempi taso ei voi kuitenkaan merkitä kasvavaa varmuutta tuoton kasvusta, vaan suurempi odotus kohdistuu yhtiön tiedotusharkinnan jatkumiseen muuttumattomana. Tämä ei poista osakesijoituksen riskiä, mutta se merkitsee, että yhtiön toiminnan riskillisyyden kasvaessa myös vastuu sijoittajien ajan tasalla pitämisestä kasvaa. Tiedottamisella vähennetään juuri sijoituksen riskiä.

Edellä olevan pohjalta voidaan sijoittajan perusteltujen odotusten jatkumoa kuvata esimerkiksi seuraavasti:

Kaavio 6. Sijoittajan perusteltujen odotusten jatkumo



Jatkumoa kuvaavassa mallissa yhtiöön kohdistuu aina jonkinlaisia perusteltuja odotuksia, jotka saattavat olla suhteellisen vanhoja ja yksittäisiä. Yhtiökohtaisia sijoituksen syitä on ehkä vaikea edes mainita. Perustellun odotuksen syntyä voitaisiin kuvata, hieman mekanistisesti tosin, esimerkiksi seuraavalla tavalla: Ennen sijoitushetkeä (*) sijoittaja on seurannut yhtiötä jonkin aikaa ja hänellä on tietty perusodotus yhtiöstä (vähimmillään se, että yhtiö noudattaa lain minimivaatimuksia ja pörssin ohjeita tiedottamisessaan). Alustava idea osakesijoitukseen on yhtiön luoma odotus (LO1), jota on jonkin ajan kuluttua vahvistettu (VO1). Tämä tieto on kuitenkin yhtiön toimesta jouduttu peruuttamaan (peruutettu odotus, PO1) kun tiedolle asetetut (osa)tavoitteet eivät ehkä täyttyneetkään. Sijoittaja on kuitenkin kiinnostunut yhtiöstä edelleen. Ajan kuluessa yhtiö julkistaa uuden tiedon (luotu odotus, LO2), vahvistaa sitä (VO2) ja myöhemmin yhtiö julkistaa uusia (usein positiivisia) tietoja (LO3). Nyt sijoittaja on riittävästi vakuuttunut sijoituksensa kannattavuudesta (sijoitushetki, *). Erilaiset odotukset menevät ajallisesti päällekkäin, mutta sijoittajalla on oikeus tietää, mitkä tiedot ovat valideja.

Listautuessaan yhtiöt sitoutuvat omaehtoisesti noudattamaan pörssin sääntöjä ja AML:n periaatteita.⁶⁰⁶ Usein listautumisen yhtenä tavoitteena on juuri julkisen noteerauksen mukanaan tuoma status ja luottamus. Yhtiö sitoutuu toimimaan lojaalisti kaikkia osapuolia kohtaan, ja sijoittajalla on oikeus luottaa yhtiön lojaaliuteen. Sitoutuminen syntyy paitsi pörssin kanssa tehdyn sopimuk-

⁶⁰⁶ Rudangon 1998, 363, mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden kvasisopimuksellinen perusta on liikkeeseenlaskijan ja markkinapaikan välisessä sopimuksessa arvopaperien ottamisesta listalle. Tässä sopimussuhteessa markkinapaikan voidaan nähdä toimivan myös markkinoiden ja sijoittajien agenttina.

sen perusteella myös siksi, että yhtiö ottaa näin osaa institutionaaliseen järjestykseen, joka nojautuu yhteiseen uskoon sen taustalla oleviin sääntöihin.⁶⁰⁷ Arvopaperimarkkinat, jos mikä, on tällainen institutionaalinen järjestely. Toiminnallisessa raamissa syntyvät perustellut odotukset muodostavat luottamuksen tiedollisen pohjan.

6.1 JULKISTETTU TIETO – SAAVUTETTU ETU. TIEDON SUHDE VARALLISUUTEEN

Tilanteiden muuttuminen liiketoiminnassa voi luoda johdolle houkutuksen käyttää tiedottamista hyväksi vain silloin ja siinä määrin, kuin sille itselle sopii. Yhtiöllä voi olla kiusaus ”unohtaa” päivittää hankaliksi tai kielteiseksi muuttuneita asioita. Erityinen ongelma tämä on silloin, kun johto on julkistanut esimerkiksi yhtiön visioon perustuvia (usein kuvitteellisia) tietoja ja jättänyt myöhemmin paljastuvan totuuden seuraukset tiedon saajien (osakkeenomistajien) kärsittäviksi. Tämän vuoksi julkistettua tietoa on pidettävä osakkeenomistajien *saavutettuna etuna*. Tiedosta tulee saavutettu etu, kun johto ”luovuttaa” omasta (asymmetrisestä) tiedostaan osan julkisuuteen osakkeenomistajille. Tämän edun perusteella osakkeenomistaja voi tehdä sijoituspäätöksiä.

Informaatiolla on merkitystä, joka vaikuttaa varallisuuteen. Informaation suhde varallisuuteen voi olla joko ulkoinen tai sisäinen. Tieto sinänsä ei ole sama kuin varallisuus tai rahallinen arvo, eikä sitä voi erikseen pitävästi arvottaa. Informaatio ja varallisuus on integroitu toisiinsa. Annetun *informaation ulkoisia suhteita* ovat informaation suhteet toimintaan, työhön ja päätöksiin, joita tarvitaan ennen kuin informaatio voi realisoitua varallisuudeksi. Pelkkä mahdollisuus päätöksentekoon ei luo informaatiolle ulkoissuhdetta eikä takaa arvokkaankaan informaation muuttumista varallisuudeksi. Tämän vuoksi osakkeen arvon aleneminen yhden tai useamman tiedon vaikutuksesta ei ole merkki vastaavan rahallisen arvon menetyksestä eikä vastaavasti noususta. Se ei kuitenkaan poista informaation ja varallisuuden tiukkaa keskinäistä sidosta ja yhteyttä. Informaatio on edellytys, mahdollisuus tai asema varallisuuden aikaansaamiseksi. Sijoittajasta itsestään riippuu, osaako hän käyttää sen hyväksi.

Annetun *informaation sisäinen suhde* on käsitys tiedosta saavutettuna etuna. Se kuvaa informaation ja varallisuuden sisäistä suhdetta, joka järjestäytyy

⁶⁰⁷ Pöyhösen 1988, 162 ss. ja 243 ss. oikeudenmukaisen yhteisöllisyyden mallissa ilmenevät ajatukset ovat osittain peräisin P. S. Atiyahin velvoiteoikeuden uudesta perusrakenteesta ja ne ovat saaneet myös vaikutteita tanskalaisesta sosiaalityypistä olosuhteita koskevasta doktriinista. Ideana on se, että toiminta, joka täyttää yhteisön ylläpitämien instituuttien, käytäntöjen, luomat kriteerit aikaansaa sopimussidonnaisuuden. Ks. myös Wilhemsson 1995, 28.

samalla tavalla kuin edellä.⁶⁰⁸ Informaatio näyttäytyy julkistettuna tietona ja varallisuuden sisäinen (toteutumaton) piirre sen johdosta syntyneenä perusteltuna odotuksena. Julkistetun tiedon pohjalta syntynyt perusteltu odotus muodostaa oikeuden tiedon tulevaan julkistusaikaan, rytmiin ja myös tiedon syvempään sisältöön, joka ilman julkistusta lisäisi sijoittajan epävarmuutta ja pienentäisi sijoitustuloksen todennäköisyyttä.

Yhtiö ei voi olla päivittämättä julkistamaansa tietoa uudestaan ilman perustetta. Kyseessä ei ole tiedon toisto, vaan julkistetun tiedon uusi sisältö uudessa aikaympäristössä. Vaikka tieto julkistettaisiinkin uudelleen samansisältöisenä ilman lisätietoja, uusi hetki antaa tiedolle uuden sisällön ja sijoittajalle mahdollisuuden ulkoiseen suhteeseen, kun se työllä ja toiminnalla yhdistetään muuhun markkinoilla olevaan tietoon. Selkeimmin ja yksinkertaisimmin saavutettu etu voi olla esimerkiksi tunnuslukutieto, jonka yhtiö julkaisee silloin, kun luku on yhtiölle myönteinen. Yhtiö ei voi jättää samaa tunnuslukua myöhemmin julkistamatta vain sen vuoksi, että tieto seuraavalla kerralla olisi kielteinen. Myös tunnusluvun laskentaperusteiden perusteeton muuttaminen olisi siksi moitittavaa. Saavutettu etu voi olla myös muu olennainen seikka kuin tunnuslukutieto. *Jos mikä tahansa annettu tieto menettää olennaisuutensa, se on julkistettava.* Tällöin saavutetun edun pohjalta syntyneestä perustellusta odotuksesta tulee peruutettu odotus (PO), ilmoitus siitä, että luotu odotus on perusteeton. Näin katkaistaan odotuksen jatkuvuus sijoittajan mielessä. Arvopaperimarkkinatöimikunnan mukaan esimerkiksi sellaisen aiesopimuksen, jonka tekemisestä on tiedotettu, jääminen toteutumatta tai ilmoitettua merkityksettömämmäksi, on tiedotettava riippumatta siitä, onko tapahtumalla olennaista vaikutusta osakkeen hintaan.⁶⁰⁹ Toteutumatta jääminen tai merkityksen muuttuminen koskee kaikkia yhtiön julkistamia tietoja.

Usein tällainen tieto on alun perin annettu vapaaehtoisesti. Se ei siten aina ole lain tarkoittama ja tiedonantovelvollisuuden laukaisema olennainen tieto tai seikka. Velvoite julkistamisesta perustuu oletukseen jatkuvuudesta. Yhtiö, joka ei katso saavuttavansa tiedottamisella etuja, voi pyrkiä kaihtamaan tiedottamista ja omasta mielestään ”turhien” odotusten syntymistä. Yhtiö voi tehdä opportunistisesti tiedonantovelvollisuuden teknisillä tai liiketoiminnallisilla järjestelyillään tarvittaessa tarpeettomaksi. Tiedonantovelvollisuuden kiertäminen on mahdollista AML:n nykyisen tiedotuksen pistekäsityksen vuoksi. Tämän käsityksen mukaan tiedotusvastuun hetki on ohimenevä ja sitä tarkastellaan lyhyellä aikavälillä. Tiedotuksen virtaamatyyppiseen prosessikäsitykseen vastuun kiertäminen sopii huonommin, koska prosessinomaisuutta ei voi kiertää. Tiedo-

⁶⁰⁸ Ks. *Aurejärven* 1979, 725–745, mukaan tuomioistuimen on kiinnitettävä huomio niin sopimuksen sisältöön kuin sopimuksen ulkopuolellakin oleviin olosuhteisiin. *Pöyhönen* 1988 on hyödyntänyt jaottelua sovittelunharkinnan mallissaan.

⁶⁰⁹ KM 1991: 48, 144.

tusvastuu seuraa yhtiön toiminnan mukana perusteltujen odotusten luomisen vuoksi. Siten yhtiön yksipuolinen, hetkellinen hyötyminen sijoittajien kustannuksella tulee mahdolliseksi.

Jotkut yhtiöt voivat pyrkiä vähentämään tiedonantovelvoitteitaan myös pitämällä tiedotusharkintakynnyksensä jatkuvasti korkealla. Markkinapainetta ei koeta tällöin muodostuvan liikaa ja myös odotusten uskotaan pysyvän paremmin yhtiön ohjauksessa. Tällä tavoin toimiva yhtiö julkistaa vain tiedotusminimin mukaiset tiedot.

Kansainvälinen yhtiö voi vähentää tiedonantovelvoitteita ja odotusten syntymistä myös siten, että se hajottaa liiketoimintansa maantieteellisesti eri markkina-alueille, jolloin tytäryhtiöiden tapahtumat ovat konsernin mitassa niin pieniä, ettei tiedonantovelvollisuutta synny. Eri maissa asiat ovat ao. maiden lainsäädännön alaisia, joten kokonaisuuden hahmottaminen on ulkopuoliselle hankalaa, jopa mahdotonta.⁶¹⁰ Kotimaassa toimivilla yrityksillä ei ole tätä mahdollisuutta. Siksi ne saattavat jopa jäädä helpommin kiinni tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta.

6.2 TOIMINNAN ENNAKOITAVUUS YHTIÖN TIEDOTUSKÄYTÄNNÖN SEURAUKSENA

Miten sijoittaja voi johtaa yhtiön edelläkäyvästä toiminnasta perustellun odotuksen? Jos johto on toistuvasti osannut antaa oikeansuuntaisia arvioita liiketoiminnasta ja sen mahdollisuuksista, on todennäköistä, että sijoittaja oppii luottamaan tähän. Jos sijoittaja on omistanut yhtiön osakkeita pitkään, hän oppii ”lukemaan” yhtiön tapahtumia. Hänen luottamuksensa yhtiöön ja annettuun informaatioon kasvaa. Sijoittajan valppaus alkaa tämän luottamuksen seurauksena herpaantua ja uuden informaation sisältö otetaan ikään kuin hyväksyttynä ja valmiiksi uskottavana [ks. yhtiön yksilöllisen tiedottamisen tavasta suhteessa huhuihin, luku 5.3.3].

Lähtökohtaisesti sijoittaja etsii aina tiedosta ratkaisua sijoitusongelmaansa. Hänellä on siis sisäsyntyinen taipumus suhtautua myönteisesti hänelle tarjottuihin vaihtoehtoihin. Siksi hänellä voi olla taipumus uskoa johdon vakuuttelua myös sellaisissa hänelle aiemmin tuntemattomissa sijoituskohteissa, jotka ovat ennen muissa sijoittajissa herättäneet epäilyksiä.⁶¹¹ Halu uskoa voi olla sitä

⁶¹⁰ Vrt. *Savela*, 240, ”The decisions of foreign subsidiaries cannot be litigated under Finnish law.” Tosin *Savela*, 240–241, näkee mahdollisena, että ”The Finnish parent company and its directors could probably be required by a decision of a Finnish court to take action to ensure that a foreign subsidiary conducts its affairs in a specific way”.

⁶¹¹ ”Basic principles of agency cost economics, however, predict that managers sometimes break those promises. In particular, managers will often have an incentive to withhold bad news”, *Gulati*, 732–739.

suurempi, jos tieto sisältää yllättävän seikan; hän uskoo löytäneensä aliarvostetun kohteen⁶¹², toisin sanoen hän uskoo löytäneensä informaatiota, jota muut eivät ole havainneet.⁶¹³

Sijoittaja alkaa luottaa yhtiöön problematisoimatta luottamuksen syntymistä. Mitä enemmän sijoittaja luottaa, sitä enemmän hän haluaa uskoa tiedon sisältävän myös jotain muuta kuin siitä eksplisiittisesti käy ilmi. Hän uskoo enempään. Tämä enempi syntyy yhtiön toimintaan liitettävien piilotietojen yhdistämisestä, joita tiedon antaja voi käyttää hyväkseen syyllistymättä suoranaiseen harhaanjohtamiseen⁶¹⁴ [tahallisuudesta harhaanjohtavuudesta luvussa 5.3.1]. Yhtiöön kohdistuva sijoitus ei siten ole vain rationaaliin analyysiin perustuvaa toimintaa⁶¹⁵, vaan heijastaa johdon hankkimaa uskottavuutta. Johdolle tämä antaa mahdollisuuden niin ikään opportunistiseen toimintaan erityisesti uusien osakkeenomistajien kohdalla.

Sopimustoiminnassa rationaalisuus määritellään luottamukseksi tavanomaiseen ja ennakoitavaan. *Rudanko* kuitenkin näkee, että sosiaalisen oikeuden instituutioilla (kuten sovittelulla) voi enintäänkin olla paljon vähäisempi merkitys kuin kuluttajaoikeuden keskeisillä alueilla. Syynä *Rudanko* pitää liike-elämän alueelle kuuluvia ja korostetun spekulatiivisia oikeussuhteita.⁶¹⁶ Vaikka spekulatiivinen toiminta voi olla sijoitustoiminnalle ominainen piirre, sen ei missään tapauksessa voida katsoa olevan hyväksyttävä piirre toimitusjohtajalle.⁶¹⁷ Arvopaperimarkkinoillakin yhtiön toimesta annettava informaatio on perusteiltaan juuri sentyyppistä, jolla on pyritty rajaamaan spekulatiivisen toiminnan määrää. Siksi olisikin tärkeää määritellä, millainen spekulatiivinen toiminta nähdään hyväksyttäväksi (jopa toivotuksi) ja millainen taas kielteiseksi ilmiöksi.

Yhtiön edelläkäyvä toiminta luo perusteltuja odotuksia sijoittajalle, koska *kokemukset tendensoivat tulevia käsityksiä*. Mitä suuremmat ovat yhtiöissä

⁶¹² Vaikka teoreettisesti on mahdollista analyysien avulla löytää aliarvostettuja yhtiöitä ja siten hyötyä ostamalla näiden yritysten osakkeita, vaatii se yleensä niin suuria panostuksia, että se jatkuvana toimintana on ei-ammattimaiselle toimijalle joko mahdotonta tai taloudellisesti kannattamatonta, koska voitot hupenevat tällaisten kohteiden etsintäkuluihin, *Kripke* 1979, 84.

⁶¹³ Epärealistisesta optimismista ja yliluottamuksesta ihmisille tyypillisenä ominaisuutena, ks. *Hanson – Kysar*, 655–656.

⁶¹⁴ Rikoslakikomitean mietinnössä on selvitelty mitä tarkoittaa totuudenvastainen (jokin verifioitavaan faktaan verrattavissa oleva väärä tieto) ja harhaanjohtaminen (esim. merkittävän asian esittelemistä joko liioittelevassa tai vähättelevässä merkityksessä) tai olennaisista seikoista vaikeumista. Arvopaperimarkkinarikokset, 46.

⁶¹⁵ Talousteorian lähtökohtia on, että kaikki toimijat markkinoilla käyttäytyvät ainakin suurin piirtein rationaalisti. Ks. esim. *Kaisanlahti* 1999, 26–29. Rationaalisuusolettaman kritiikistä myös oikeudellisesta näkökulmasta *Timonen* 1997, 70–75. Ihmiset eivät käyttäydy järkipäisesti silloinkaan, kun kaikilla on käytössään yhtäläisesti tietoa, esim. *Toiviainen* 2002, 122.

⁶¹⁶ *Rudanko* 1998, 224–225.

⁶¹⁷ *Toiviainen* 1992, 283–284, 305.

tapahtuvat muutokset joko liiketoimintastrategisesti tai taloudellisesti, sitä laajempaa tiedonantovelvollisuutta yhtiöiltä voidaan edellyttää. Aikaisempaan toimintaan perustuen voidaan odottaa, että saman kokoluokan asioista kerrotaisiin samalla tavalla, oli sitten kyseessä positiivinen tai negatiivinen asia. Jos yhtiö kertoo 20 miljoonan euron kaupasta, niin sijoittaja perustellusti odottaa yhtiön asettaneen olennaisuuden rajan ao. euromäärään. Siksi myös vertailukelpoinen eli 20 miljoonan euron vastaava kuluerä/tappio tulisi julkistaa riippumatta siitä, syntyykö tappio tässä vai muussa asiassa.⁶¹⁸ Sijoittajalle muodostuu *yhtiön omaksumasta tiedotuspolitiikasta* perusteltu tiedotuskuva, joka osoittaa mm. yhtiön tiedottamisen rahamääräiset ala- ja ylärajat. Sitä, mikä sopii yhdel- le yhtiölle, ei kuitenkaan automaattisesti sovi toiselle.

Tällaisia tiedon olennaisuusrajoja asetettiin lain voimassaolon alkuvuosina prosenttiosuuksina liikevaihdosta, -voitosta tai taseesta [jotka määritteet ovat edelleen voimassa, luku 2.2], mutta ne jättivät kokonaan huomiotta laatutekijöiden merkityksen. Yhtiön itse omaksuma tiedotuskäytäntö antaa paremmat mahdollisuudet asettaa rinnakkain sekä määrällisiä että laadullisia julkistuskriteerejä. Kun yhtiön toimintaa verrataan näin sen aiempaan toimintaan, eivät yhtiöt enää ole perusteltuja odotuksia arvioitaessa keskenään vertailukelpoisia.⁶¹⁹ Eri yhtiöiltä ei tällä perusteella voitaisi odottaa samanlaista tiedottamisen logiikkaa, kun ei odoteta liiketoiminnankaan osalta.

Mahdollisuuden odotusten luomiseen voidaan katsoa olevan tietyn tyyppisissä yhtiöissä suurempi kuin toisissa. Liiketoiminnan luonteesta johtuen yhtiön kommunikaatio vaikuttaa liiketoiminnan koettuun riskiin. Perinteisen, matalan riskin ja tasaisen tuoton liiketoiminnassa (esim. energiayhtiössä) riski koetaan yleensä pieneksi ja odotukset ovat usein hyvin tiedossa. Sen sijaan perinteisellä syklisellä, mutta kansainvälisesti kilpaillulla toimialalla (kuten metsäteollisuudessa) tuotannollinen liiketoimintariski taas koetaan keskisuuksi, jolloin yhtiö voi tietoisesti kasvattaa odotuksia niin halutessaan. Suurimmaksi riski koetaan nopeasti kehittyvällä, uudella ja kansainvälisesti kilpaillulla ja vaativalla toimialalla (kuten elektroniikkateollisuudessa). Myös eri yhtiöiden analysoitavuus ulkopuolelta vaikeutuu, mitä suuremmaksi riski koetaan. Tämän mukaan myös informaatiovarallisuuden suojattava osa laajenee, mitä riskialttiimpaa liiketoiminta on.⁶²⁰

Myös toimialatyypillisestä käyttäytymisestä sijoittajalle syntyy perusteltu odotus. Vaikka tiedonantovelvollisuus on kaikille sama, luo toimialan luonne myös

⁶¹⁸ Ajatus on vain suuntaa-antava, koska 20 miljoonan euron nettotappio on merkittävästi suurempi kuin 20 miljoonan euron kaupasta jäävä nettovoitto.

⁶¹⁹ Julkistamiskäytäntö on myös kustannuskysymys. Vertailukelpoisuuteen pyrkiminen kaikkien tietojen osalta voi aiheuttaa yhtiöille kustannuksia epätasaisesti. Ks. *Kronman*, 16–17.

⁶²⁰ Em. johtopäätökset ovat saaneet vaikutteita *Aokin* 1988, 41–42, amerikkalaisen ja japanilaisen yhtiön informaatorakenteen eroja käsittelevästä tutkimuksesta.

tiedottamiselle omat ulkonaiset rajansa ja piirteensä. Tätä korostaa se, että yhtiöt pyrkivät omalla toimialallaan seuraamaan niitä, joihin haluavat tulla verratuiksi.⁶²¹

Sopimusoikeudessa tiedonantovelvollisuutta säännellään sopimusrikkomuksen (kuten tavaravirheen) näkökulmasta: kun tiedonantovelvollisuutta on rikottu, vastapuoli voi vedota sopimusrikkomukseen. Kääntäen voidaan todeta, että sopimusoikeudessa tiedonantovelvollisuutta on rikottu (vain), kun vastapuoli voi vedota sopimusrikkomukseen. Vertailu ei siis tapahdu absoluuttisen, vaan relatiivisen peruskriteerin, konkreettisen sopimuksen perusteella. ”Absoluuttista”, sopimussuhteesta irrotettua tiedonantovelvollisuutta ei sopimusoikeudellinen näkökulma tuo esiin. Viimeksi mainitussa suhteessa arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulmat eroavat sopimusoikeudesta silloinkin, kun ne kohdistuvat vaihdannan transaktioihin. Esimerkiksi AML:n tiedonantovelvollisuussäännöksissä ei pidetä silmällä osapuoliasetelmia mahdollisten vastapuolten kanssa, vaan velvollisuuksien laajuus ja muut aspektit määritellään absoluuttisella perusteella.⁶²²

Absoluuttinen peruste velvollisuuksien laajuudelle ja muille aspekteille ei kuitenkaan näkemykseni mukaan riitä, vaan mukaan täytyy ottaa osapuoliasetelmasta riippumaton, yhtiön itsensä omaksuma tiedotuskäytäntö, joka luo sitovuuden.

Timosen mukaan tiedon asymmetrisyyttä voidaan lieventää informaation (i) määrää ja (ii) laatua koskevalla sääntelyllä. Informaation määrä ja laatu ovat kuitenkin sidoksissa toisiinsa. Siksi täytyy välttää käsitystä, että jos informaatio

⁶²¹ Vastaava käsitys on myös *Ruoholla*, 123, jonka mukaan yhtiön tiedonantopolitiikan pitäisi olla yhtenäistä siten, että yhtiö joko julkistaa aina myös valmisteilla olevat asiat tai käsittelee kaikkea sisäpiirintietona. Tällöin voidaan varmistua siitä, ettei yhtiö tiedota asioista oman etunsa mukaisesti, vaan yhtiö tiedottaa aina tietyn olennaisuuskynnyksen ylittävistä seikoista tai vaihtoehtoisesti yhtiö ei tiedota lainkaan epävarmoista ja valmisteilla olevista seikoista.

⁶²² Arvopaperimarkkinaoikeudelliset tiedonantosääntelyt eroavat *Rudangon* mukaan markkinaoikeudellisista näkökulmista myös siinä, että esimerkiksi AML 2 ja 6 luvussa säädetään tiedonantovelvollisuudesta myynti- ja ostopaperi-tilanteissa, jotka eivät täytä sopimusoikeudellisten tarjouksen tunnusmerkkejä. Silti nämä tilanteet sääntelykohteina voivat olla lähempänä yksittäisten oikeussuhteiden tasoa (sopimusoikeutta) kuin kollektiivista markkinoiden tasoa (markkinaoikeutta). *Rudanko* näkee markkinaoikeudellisenä näkökulmana AML 2:1:ssä ja 3:16:ssa kielletyn totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen sekä hyvän tavan vastaisen tai muuten sopimattoman menettelyn vastaavan KSL 2:1:ssä olevaa markkinoinnin yleislauseketta ja 2:2:ssä asetettua markkinoinnin totuudellisuusvaatimusta sekä SopMenL 1§:n yleislauseketta. AML 4:1:ssä on kielletty hyvän tavan vastainen menettely. 4:2:ssa oleva arvopaperinvälittäjää koskeva kieltö käyttää hyvän tavan vastaista tai asiakkaan kannalta kohtuutonta ehtoa arvopaperinvälitystä koskevassa sopimuksessa taas vastaa sopimusehtojen sääntelyn perusnormeja (KSL 3:1 ja L elinkeinonharjoittajien välisten sopimussuhteiden sääntelystä 1062/1993 1§). Säännöksissä sopimus- ja markkinaoikeudelliset elementit painottuvat myös usein eri tavoin: Osa säännöksistä suuntautuu yksittäisiin sopimussuhteisiin ja osa markkinoihin, ks. *Rudanko* 1998, 211–213 ja *Astola*, 113–127. – Vrt *af Sandeberg*, 263 ss.

on hyvää, enempi informaatio on vielä parempi.⁶²³ Määrän lisääminen heikentää helposti laatua. Mutta toisaalta taas, jos laatua parannetaan, vähenee määrä väistämättä.⁶²⁴ Molempien samanaikainen parantaminen taas nostaa informaatioskustannuksia. On siis tehtävä valinta. Samalla on tarkasteltava kaikkien markkinaosapuolten osuutta tiedonantovelvollisuuden toteutumiseen ja saada ne omaehtoisiiin toimiin informaation asymmetriaongelman tasapuolistamiseksi.

Koska kullakin yhtiöllä on oma tiedotuskäytäntönsä, on parempi pyrkiä parantamaan yhtiökohtaisen informaation laatua, ei vain lisäämään yhtiöiden vertailukelpoisen informaation määrää.

Paitsi että johdolla on enemmän tietoa, sillä on käytössään myös yrityksen resurssit, järjestelmät ja osaaminen tiedon analysointiin. Sääntelyllä voidaan kohtuullisin kustannuksin vaikuttaa informaation laatuun ja myös sijoittajan kykyyn käsitellä informaatiota ja tehdä sen perusteella päätöksiä. Tämä tapahtuu parantamalla sijoittajan edellytyksiä käsitellä informaatiota: selkeyttämällä nykyistä informaatiota (sitomalla yksittäiset tiedot kokonaisuuksiin, taustoittamalla ja liittämällä tieto aiemmin julkistettuun), parantamalla informaation luettavuutta (esim. otsikointi, ei useita asioita samassa tiedotteessa) ja edellyttämällä siltä informaation valmiimpaa jäsentelyä (luettavuus ja rakenteellinen jaottelu, vrt. tilinpäätöksen jäsentely). Jäsentelyedellytyksen voi ulottaa myös jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen (esimerkiksi sirpaleisen hajatiedon yhteenkokoamisvelvoitteen asettaminen).

Kun sääntelyllä ei kyetä poistamaan markkinoiden asymmetrian jatkuvaa, pysyvää tilaa, tulisi kaikki markkinaosapuolet saada itsesääntelyllisiin toimiin asymmetriaongelman tasapuolistamiseksi laajentamalla tiedonantovelvollisuuden oikeudellista arviointia nykytoimintaa vastaavaksi [ks. oikeudelliset ulottuvuudet luku 5]. Osittain tätä voidaan edistää vapaaehtoisen yhtiökohtaisen informaation laatua parantamalla.

Miksi yhtiön oma tiedotuskäytäntö antaa paremmat mahdollisuudet asettaa rinnakkain sekä määrällisiä että laadullisia julkistuskriteerejä? Perustelu lähtee siitä, että yhtiö itse tuntee oman liiketoimintansa ja sen avaamat mahdollisuudet, sen dynamiikan ja rytmin (ajoitukset). Esimerkiksi pyrkiessään tasoittamaan osavuositarkastuksissa ilmenevää kausiluonteista liiketoimintavinoutumaa yhtiö saattaa vapaaehtoisesti antaa sellaisia tietoja, joilla se tasoittaa sijoittajien

⁶²³ ”[o]ne must be careful to avoid the fallacy that if some information is good, more must be better.” *Easterbrook – Fischel* 1998, 299. – *Ramonetin*, 64, mukaan tiedon salaamisen tapa tänä päivänä on sen määrän lisääminen: ”Tieto naamioidaan ja paloitellaan niin, että sitä on saatavilla liian paljon sulatettavaksi, emmekä me edes huomaa kaivata puuttuvaa tietoa.”

⁶²⁴ Informaation laatuun vaikuttaa sisältö, yhdistely aiempiin tietoihin, jalostus (ajattelu ja päätelmät) sekä tulkinta, ajankohta, nopeus tietoa levitettäessä, asiayhteys ja tapa, jolla tieto julkaitaan, sekä etäisyys tiedon lähteestä (esim. paikallista hiljaista tietoa on vaikea korvata millään). Näitä tekijöitä voi sääntelyllä olla vaikeata ohjeistaa ilman, että sääntelyn sisältöä joudutaan jatkuvasti korjaamaan.

odotuksia.⁶²⁵ Kukaan ei voi estää yhtiötä antamasta enemmän informaatiota kuin vaaditaan. Useimmiten yhtiön itsensä seuraamat tunnusluvut ovat jotain ihan muuta, kuin ne tunnusluvut, jotka ilmoitetaan markkinoille. Vaikka ne ovat sisäisiä lukuja, niitä voidaan joskus julkistaa. Jo pelkästään se tieto, mitä yhtiön johto itse seuraa (vaikka itse tietoja ei julkistettaisikaan), on arvokas tieto analytikoille, koska se voi itse yrittää etsiä näitä tietoja.

Lisäksi tiedotuskäytäntö on myös johdon persoonallisuuskysymys ja tapa kommunikoida. Jos yhtiöiden kaikki tiedot yritetään saattaa vertailukelpoisiksi, tehdään väkivaltaa johdon omalle persoonalliselle informaation muodostustavalle. Laajemman harkintavapauden antaminen yhtiön omalle persoonalliselle tiedotustavalle antaisi *de lege ferenda* markkinoille enemmän ja laadullisesti parempaa informaatiota kuin liian tiukasti säännelty vertailukelpoinen informaatio. Yhtiö voi antaa vaadittua enemmän informaatiota, mutta se ei saa poukkoilemalla käyttää tätä mahdollisuutta hyväksi, vaan sen täytyy ottaa huomioon myös toimintansa ennakkoon aiheuttamat perustellut odotukset.⁶²⁶

Edellä [luku 3.3.1] on tarkasteltu passiivisen tiedonmuodostuksen syntymistä yhtiön omistusrakenteen seurauksena ja käytetty esimerkkinä mm. Eimo Oyj:tä. Kun Eimo elokuussa 2003 julkisti neljän suurimman osakkeenomistajansa, käytännössä Paanasen perheen, käyvän neuvotteluja omistamansa 24,3 prosentin omistusosuuden myynnistä yhtiöstä, samassa yhteydessä yhtiö varoitti osavuositarkastuksessa, että tulos painuu tappiolle ja poikkeuksellisesti lisäksi myös, että myös seuraavan vuoden liikevaihdon arvioitiin jäävän vielä vuotta 2003 heikommaksikin. Ilmoitus romahdutti osakekurssin.

Hallituksen jäsen Elmar Paananen ilmoitti Helsingin Sanomien⁶²⁷ mukaan, että sanamuotoja puntaroitiin tarkoin. ”Hänen mukaansa toisena vaihtoehtona oli kertoa ’normaalit tulevaisuuden näkymät’ eli vain loppuvuoden odotettu kehitys. ’*Se olisi saattanut vaarantaa tämän hankkeen (kaupan) toteutumisen.*’” ”(Kaupan toteutuminen) edellyttää osakkeenomistajien laajaa hyväksyntää. Jos omistajien ainoa tieto on se, että 2003 menee huonosti, kuten kaikilla muillakin, mutta 2004 menee paremmin ja 2005 vielä paremmin, niin sen tiedon valossa olisi vaikea hyväksyä suunnilleen markkinahintaista tarjousta.” Kurssin romauttaminen oli Elmar Paanasen mukaan tarkoituksellista.

Sopimuksen teon jälkeen Elmar Paananen ilmoitti⁶²⁸, että kyse oli vain totuuden kertomisesta eikä tiedottamisella ollut tarkoitus vaikuttaa kurssiin. Paananen oli kysynyt kahdelta lakimieheltä, investointipankilta ja vielä Rahoitustarkastukselta, *voiko tiedotteessa puhua totta.* ”Pitkään

⁶²⁵ Pylväiden viereen esimerkiksi tilauskanta tms.

⁶²⁶ Toimimalla vakiintuneissa toimintarakenteissa tietyllä tavoin osapuolet voivat ”aktivoida” ne sitovuuselementit, jotka kyseiseen toimintaan normaalisti liittyvät, Pöyhönen 2000, 162.

⁶²⁷ Helsingin Sanomat 7.8.2003: *Paanasten perhe myymässä Eimon.*

⁶²⁸ Helsingin Sanomat 22.8.2003: *Poikkeuksellisesti totta.*

mietittyään he totesivat, ettei mitään estettä ei ole. Teimme sellaisen poikkeuksellisen ratkaisun, että päätimme kertoa asiat niin kuin ne ovat.” [kurs. tässä]

Kyseessä oli kuitenkin yhtiön tiedotuspolitiikan muutos, joka tapahtui hetkelisten etujen saamiseksi. Tiedotuspolitiikan muutosta ja siihen johtaneita syitä ei tarkemmin käyty läpi pörssitiedotteessa [vrt. SEC:n näkemys yhtiön tiedotuskäytännöstä luku 2.2]. Lisäksi voi kysyä, millä perusteella yhtiö nyt yhtäkkiä kykeni näkemään vuoden 2004 näkymät, kun se ei aiemmin ollut kyennyt vielä tässä vaiheessa vuotta seuraavan vuoden kehitystä ennustamaan. Paanasen näkökulmasta ei ehkä sittenkään ollut kyse totuuden, vaan korkeintaan näkemyksen kertomisesta.⁶²⁹

Informaation tuottamisessa on tarkasteltava myös tilannetta, jolloin johto on viestittänyt tehokkuudestaan liian menestyksellisesti. Yhtiön informaation luomat odotukset voivat nousta niin korkeiksi, etteivät ne enää vastaa todellisuutta. Tällöin sijoittajalla on oikeus odottaa johdolta toimia yhtiön arvon kohtuullistamiseksi. Johto ei voi antaa vain virheellisen kuvan olla ja pyrkiä hyötymään tilanteesta toteuttamalla esimerkiksi osakeannin, joka perustuu osakkeen ylihinnoiteltuun arvoon. Yhtiö ei siis saisi antaa osakkeen kurssin ja yhtiön kokonaisarvon nousta sellaiselle tasolle, joka johdon näkemyksen mukaan olisi täysin epärealistinen⁶³⁰, vaan tiedottamalla huolehdittava, että markkinoilla on oikeat tiedot.⁶³¹

6.3 MARKKINATIETO PERUSTELLUN ODOTUKSEN EDELLYTYKSENÄ

Joskus perusteltu odotus voi syntyä yhtiön ulkopuolisesta markkinatiedosta. Lähtökohtaisesti odotetaan, että yhtiö reagoi, mikäli julkisuudessa olevat tiedot

⁶²⁹ Tulevaisuudessa hän saattoi myös itse vaikuttaa kehityksen toteutumiseen haluttavalla tavalla.

⁶³⁰ *Ruoho*, 124, pohtii hieman samaa ongelmaa todeten, että mikäli tietyn arvopaperin arvo laskee huomattavasti nopeammin kuin kaikkien arvopaperien kurssimuutoksen keskiarvo, niin tulisi antaa tiedoksianto siitä, miksi näin tapahtuu. Itse en kuitenkaan asettaisi näin tiukkaa linjausta, varsinkaan jos kysymys kytketään tiedon olennaisuusarvioinnin yhdeksi perusteeksi, kuten *Ruoho* tekee. Voihan muutoin vähän vaihdetun osakkeen arvo laskea pelkästään siitä syystä, että joku vain haluaa myydä osaketta, mistä johdolla ei välttämättä ole tietoa.

⁶³¹ Vrt. *Kurenmaa*, 255 ss., jonka mukaan yhtiön omien osakkeiden ostolla on positiivinen signaali markkinoille, koska johdolla uskotaan olevan parempi näkemys osakkeen todellisesta arvosta. Omien osakkeiden hankintaa on jossain määrin pidetty sisäpiirintiedon väärinkäytön erityismuotona. Jos yrityksen johto valtuutetaan toteuttamaan omien osakkeiden osto, voidaan katsoa, että tällöin syntyy optio, joka perustuu johdon ”tietämän todellisen hinnan” ja markkinahinnan väliselle vaihtelulle. – Helsingin pörssi on antanut ohjeen listayhtiön omista osakkeista 2.4.2002. – Osakeyhtiölain (OYL) mukaan yhtiöllä on oikeus käydä rajoitetusti kauppaa omilla osakkeillaan. *Airaksinen – Jauhiainen*, 446.

olennaisella tavalla vaikuttavat yhtiön arvon arviointiin. Tämän ei kuitenkaan edellytetä tapahtuvan välittömästi yhtiön saatua tiedon, koska vain harvoin markkinoilla tapahtuvat seikat pysähtyvät, vaan etenevät prosessinomaisesti. Siksi on pääsääntöisesti kohtuullista, että ennen kuin yhtiöt julkistavat oman näkemyksensä asiasta, niillä on tilaisuus perehtyä asiaan ja selventää tilanne. Jos yhtiö pakotettaisiin tiedottamaan välittömästi seikoista vain julkisuudessa esitettyjen tietojen perusteella, olisi olemassa vaara olennaisten asioiden huomiotta jäämisestä. Median julkistamana asia ei ole markkinoiden tiedossa siinä merkityksessä kuin tiedonantovelvollisuus edellyttää [ks. asiasta tarkemmin luku 4.5.2].

On kuitenkin myös tilanteita, jolloin yhtiön on julkistettava pörssitiedote pelkän markkinatiedonkin perusteella.

Markkinatieto sijoittajan perustellun odotuksen edellytyksenä antaa aiheen tarkastella uudelleen Soneran teletunniste -tapausta [ks. lukua 3.2]. Tällöin tapauksessa painottui kysymys olennaisuudesta tiedotteen statuksen muuttujana. Sama tapaus sopii esimerkiksi velvollisuudesta tiedottaa, kun yhteiskunnan viralliset elimet liittyvät asiaan. Helsingin Sanomien mukaan Soneran turvallisuusyksikkö tutki siis työntekijöidensä puhelinyhteyksiä selvittääkseen, keneltä toimittajat saivat aineistoa juttuihin ristiriidoista Soneran johdossa.⁶³² Viestintävirasto pyysi selvitystä Soneralta mahdollisten teletunnistetietojen käytöstä. Keskusrikospoliisi käynnisti asiasta esitutkinnan. Soneran toimitusjohtajan mukaan väitteille väärinkäytöksille ei ole löytynyt perusteita.

TV4:n uutiset kertoi 5.11.2002, että Soneralla olisi ollut alustavia näyttöjä asiasta jo kesällä, minkä yhtiö kiisti julkisuudessa.

Sonera ei prosessin aikana julkistanut *pörssitiedotetta* tutkinnasta. Yhtiön edustajan mukaan pörssitiedottaa pitää silloin, kun yhtiö on osapuoli oikeudenkäynnissä. Sonera ei yhtiön näkemyksen mukaan ollut osapuoli. Yhtiö ei myöskään katsonut, että tiedossa olisi mitään sellaista, mikä vaikuttaisi kielteisesti osakkeen arvoon. Sen sijaan Sonera julkisti 11.10.2002 *lehdistötiedotteen*, jonka mukaan yhtiö oli suhtautunut Helsingin Sanomissa esitettyihin väitteisiin niiden edellyttämällä vakavuudella ja käynnistänyt niiden johdosta välittömästi sisäisen tutkinnan voidakseen selvittää väitteiden todenperäisyyden. Soneran ulkopuolinen taho suoritti itsenäisesti selvityksen, jossa ei löytynyt näyttöä HS:n esittämille väitteille. Sonera kertoi myös olleensa yhteydessä poliisiin tutkinnan käynnistämiseksi ja selvittävänsä mahdollisuudet ryhtyä kaikkiin mahdollisiin oikeudellisiin toimenpiteisiin lehteä vastaan.

Se, onko yhtiö edellä mainitussa esimerkissä osapuoli vai ei, on tietysti yhtiön edustajan sanan varassa niin kauan kuin asian selvittely on

⁶³² *Helsingin Sanomat* 11.10.2002: Sonera etsi tiedon vuotajia salaisten operaatioiden avulla.

kesken. Asiasta noussut julkinen kohu oli ilman muuta niin laajaa, että yhtiön olisi tullut julkistaa asiasta *pörssitiedote*, jolloin sijoittajilla olisi ollut käytössään virallinen dokumentti yhtiön kannasta.

Jos yhtiö katsoo, ettei sillä ollut syytä tiedottaa asiasta, se kantaa siitä AML:n tai RL:n mukaisen vastuun. Eo. tapauksessa AML:n mukainen tiedonantovelvollisuus oli kohtuudella ollut olemassa. Yhtiölle ei ts. kaikissa tapauksissa tule sallia vain omaa arviota siitä, onko tieto olennainen osakkeen arvoon vaikuttava seikka vai ei. Pörssi markkinavalvojan ominaisuudessa kantaa puolestaan vastuun siitä, että hinnanmuodostus markkinoilla liikkuvista huhuista huolimatta perustuu oikeaan tietoon. Tässä tapauksessa ei ole tietoa siitä, miten pörssin markkinavalvonta oli varmistunut siitä, että markkinoilla oli käytettävissään riittävät tiedot osakkeen arvon arvioimiseksi. Pörssin halukkuus pakottaa yhtiöitä julkistamaan tietoja on kuitenkin vähäinen, eikä pörssi tiettävästi koskaan ole oma-aloitteisesti julkistanut AML 2:7.3§:n mukaista tietoa yhtiön puolesta.⁶³³ Juuri tämä tapaus osoittaa eri tiedonmuotoihin liittyvät erilaiset oikeudelliset piirteet.

Olennaista markkinatiedon tulkinnassa on yhtiön oma harkinta siitä markkinoilla olevasta kokonaiskuvasta. Mediassa saattaa myös esiintyä yhtiön toiminnalle haitallista *häiriötiedottamista*, väärän tiedon levittämistä. Markkinoiden painostus sinänsä ei saisi pakottaa yhtiötä kommentoimaan seikkaa. Jos kyseessä on pörssin tai Ratan perusteltu epäily markkinoiden oikeasta hinnanmuodostuskyvystä, yhtiön on julkistettava tieto.

Ongelmallinen tilanne on, jos jonkun ulkopuolisen edut ovat ristiriidassa yhtiön tai johdon etujen kanssa. Tällöin yhtiön riski paljastaa muutoin salassapidettäviä asioita voi kasvaa. Johdon aikaa kuluu tiedotustaisteluun, joka vähentää yhtiön liikkumavaraa, uskottavuutta, luottamusta ja sitä kautta osakkeenomistajien varallisuutta. Mitä suuremmista varallisuusarvojen muutoksista on kyse, sitä suurempi on kaikille markkinaosapuolille asetettava vastuu levitettyjen tietojen oikeellisuudesta.

Mutta myös normaalitilanteessa voi nousta kysymys, muodostaako markkinatieto sijoittajalle perustellun odotuksen. Esimerkkinä voidaan tarkastella paria seikkaa. Pyrkinessään ennakoimaan tulevaisuutta markkinat tarkastelevat yhtiön tiedottamista koko *alan näkymiä* vasten. Esimerkiksi tutkimuslaitoksen julkistamat alan näkymät eivät velvoita yhtiötä tiedottamaan, koska alan näkymät eivät välttämättä vaikuta yhtiön näkymiin. Myös toimialan määrittely voi joskus olla vaikeaa. Vaikka alalla yleisesti menisi huonosti, voi yksittäisellä yhtiöllä mennä hyvin. Jos yhtiö ei aiemminkaan ole kommentoinut alan yleistä

⁶³³ AML 2:7.3§: Asianomaisten julkisen kaupankäynnin järjestäjän on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava sen tietoon tulleet 1 momentissa tarkoitetut päätökset ja seikat, joita liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut.

kehitystä, ei sen voida katsoa heijastuvan suoraan yhtiöön.⁶³⁴ Heikostikin menevällä toimialalla voi olla menestyviä yhtiöitä. Markkinat voivat antaa sijoittajalle signaaleja esimerkiksi alan hintatasosta, jonka perusteella sijoittaja voi itse arvioida yhtiökohtaisia näkymiä ja pyrkiä näin ulosmittaamaan itselle osakkeen hinnoitteluetua. Tällainen sijoittajan normaali oman edun tavoittelu ei muodosta perusteltua odotusta yhtiöön päin. Yhtiö harjoittaa oman näkemyksensä mukaista liiketoimintaa, ja se kommentoi vain niitä seikkoja, jotka se katsoo tarpeellisiksi.

Jos kyseessä on yhtiöön mahdollisesti kohdistuva *uhka*, ei pelkkä uhan olemassaolo laukaise tiedonantovelvollisuutta. Liiketoiminnan luonteeseen kuuluvat jatkuvat neuvottelut, kaupankäynti ja intressien yhteensovittaminen ja näihin liittyvä kovakin painostus. Viranomaisenkaan painostus sinänsä ei aina ole riittävä tiedotusvelvoitteen laukeamiseksi, koska taustalla saattaa olla poliittisia perusteita. Tuomioistuimen uhkasakko sen sijaan aiheuttaa vakavan tiedotusharkinnan, koska tällöin voidaan olettaa, että yhtiö on mahdollisesti rikkonut jotain sopimus- tai toimilupaehtoja.⁶³⁵

6.4 OLETETTU MARKKINAVAIKUTUS JOHDON TIEDOTTAMISTA OHJAAVANA TEKIJÄNÄ

Kaikella tiedolla on yhtiössä aina moniulotteiset asiayhteytensä eikä niitä yleensä julkisteta. Julkistamista suunniteltaessa tiedot rajataan ja eristetään kontekstistaan ja asiayhteyksistään. Siten tiedottamista eivät ohjaa vain säännös yhtiön tietoon tulleista seikoista, vaan myös tietojen julkistamisen oletettu markkinavaikutus. Markkinavaikutukseen sisältyvien riskien vähentämiseksi yhtiö pyrkii muotoilemaan tiedotteet sisällöltään neutraaleiksi, jopa arvopaiksi. Tämä on johtanut standardoituun tiedottamiseen, tiedotuskielen tehostumiseen, tiedotuskustannusten vähentymiseen⁶³⁶ ja yhtiöiden vertailukelpoisuuden lisääntymiseen.⁶³⁷ Suuntaus sisältää kuitenkin myös merkittäviä ongelmia.

⁶³⁴ Esimerkiksi myönnettyjen rakennuslupien perusteella ei voi tehdä rakentamisesta automaattisesti johtopäätöksiä, koska johtopäätöksen osuvuus riippuu siitä, rakennetaanko uutta vai korjataanko vanhaa. Siksi yhtiön pitäisi käyttää vain niitä markkinatrendejä, joilla on suorahko yhteys liiketoimintaan. Syksyllä 2001 ilmestyneissä useissa osavuositarkastuksissa oli mainittu 11.9.2001 terroristi-iskun tapahtumat syynä huonoon tuloksetukseen, vaikka yhteyttä ei aina ollut mahdollista tutkimallakaan selvittää.

⁶³⁵ Myös listautumisesitteessä yhtiö on velvoitettu käymään läpi olennaiset oikeudelliset riita-asiat.

⁶³⁶ Toisaalta tiedotuskustannukset ovat myös lisääntyneet. Tähän on syynä mm. kasvaneet velvoitteet, mutta myös se, että jotkut yhtiöt haluavat myös kilpailla tiedotuksen laadulla.

⁶³⁷ Näin *Easterbrook – Fischel* 1998, 303–304. On kuitenkin otettava huomioon, että kirjoittajat ovat tarkastelleet tässä Yhdysvaltojen käytäntöä, missä sääntely on yksityiskohtaisempaa kuin Suomessa.

Kun tiedot esitetään neutraalisti, arvovapaasti ja kylmän kliinisesti, ilman niihin liittyviä moniulotteisia ja osin epävarmoja asiayhteyksiään, niiden informaatioarvo laskee.⁶³⁸ Niistä tulee ikään kuin hajuttomia ja mauttomia. Monien yhtiöiden tiedotteet muistuttavatkin jo niin paljon toisiaan, että vain yhtiön nimi ja numerot muuttamalla ne saattaisivat sopia joskus toisenkin yhtiön tiedotteeksi. Sanonnat noudattavat alan yleistä kapulakieltä, joka ei välttämättä kuvaa yhtiön todellisia pyrkimyksiä. Kielenkäyttö valitaan vain sen vuoksi, että oletettu markkinavaikutus olisi halutun mukainen. Oletetun markkinavaikutuksen ei aina haluta olevan positiivinen, vaan tiedotteisiin voidaan sisällyttää signaaleja tai vinkkejä myös muista asioista, joita ei eksplisiittisesti haluta sanoa, vaan jätetään se vastaanottajan tulkittavaksi.

Oletettujen markkinavaikutusten kautta voidaan nyt tarkastella, miten tiedonantovelvollisuuden tavoite toteutuu. Jos yhtiö voisi julkistaa tiedon *in se* tarvitsematta ajatella oletettua markkinavaikutusta, yhtiön käsitys myös olennaisesta tiedosta muuttuisi, koska oletettu markkinavaikutus ei enää ohjaisi olennaisuuskäsitystä. Mutta koska julkistettu tieto todellisuudessa vaikuttaa yhtiön liiketoimintamahdollisuuksiin, olisi tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden mukaista tarkastella tietoa osana yhtiökokonaisuutta, mikä avaa samalla ovet myös muiden seikkojen arviointiin. Jotta näin ei kävisi ja yhtiö voisi säilyttää omalta osaltaan laajan toimintavapauden, *yhtiön intressissä on eristää tieto mahdollisimman tehokkaasti*.

Yhtiö on jatkuvien valintatilanteiden edessä arvioidessaan oletettua markkinavaikutusta. Sinänsä menestyvä yhtiö voi vaikuttaa pelkästään sananvalinnallaan esimerkiksi siihen, kuinka paljon se haluaa osakekurssin laskevan tai nousevan.

Jos yhtiö suunnittelee lomautusvaroitusta, se saattoi valita seuraavassa esimerkissä ainakin kahdesta syyvaihtoehdosta. Lomautusvaroituksen syyksi voidaan sanoa,

- a) että ”markkinat eivät vedä”; tai
- b) että ”Saksan markkinat eivät vedä”.

Yhtiö voi antaa laajemman syyn, joka johdattaa sijoittajat ajattelemaan, että ongelmia voi olla monilla markkinoilla, jopa että yhtiöllä voi olla muitakin ongelmia, ei ehkä pelkästään markkinoilla, vaan myös tuotteissa, myynnisissä tai jakeluverkostossa. Rajaamalla ongelmat vain Saksaa koskeväksi yhtiö antaa ymmärtää, että muilla markkinoilla kaikki on suurin piirtein kunnossa, varsinkin jos sijoittajilla on tiedossa, että Saksa on muutenkin taantumassa. Seuraukset ja johtopäätökset sijoittajan kannalta ovat kokonaan erilaiset.

⁶³⁸ Hieman samansuuntaisesti *Kripke* 1973, 632: ”– – the prospectus has become a sterile document.”

Tiedotustavan valinnalla yhtiö salli (tietoisesti) markkinoille syntyä mielikuvan, että muut markkinat ovat kunnossa. Kun yhtiö antaa tämän tapahtua, sille syntyy myös vastuu siitä, että näin on asianlaita. Jättämällä sanomatta tai tekemättä jotain yhtiö ei vältty vastuulta. Se salli omalla toiminnallaan tietyn ajatuksen ja tulkinnan syntymisen [ks. passiivinen tiedonmuodostus ja tiedonsuunnan vahvistumisen salliminen, luku 3.3]. Olennaista tässä on havaita, että ajatus (vaikka kertomatta jäänyt) syntyi yhtiön toimesta, ei sijoittajan ulkoisista lähteistä tekemien johtopäätösten perusteella. *Yhtiö kantaa vastuun tiedotteen sisältämistä ristiriitaisuuksista ja monimielisyyksistä riippumatta siitä, ilmenevätkö ne samassa tiedotteessa vai silloin, kun tietoja verrataan yhtiön muihin, aiemmin annettuihin tiedotteisiin.* Sen sijaan vastuu ei enää ulotu tiedoista tehtäviin johtopäätöksiin, jotka riippuvat tiedon vastaanottajasta. Näin yhtiön vastuu ulottuu pelkästä yksittäisten tietojen julkistamisesta tiedotteen sisältökokonaisuuteen, merkityksiin ja tiedotteen suhteeseen aiempiin tietoihin.

Mikä merkitys on sitten annettava muulle markkinatiedolle (Saksan markkinoiden yleinen taantuma) yhtiön tiedonjulkistamisen hetkellä? Muu markkinatieto voi luonnollisesti toimia yhtiön tiedottamista vahvistavana ja selittävänä tekijänä, mutta markkinatiedon perusteella ei yhtiöntiedon julkistamista yksinään voida pitää puutteellisena. Jos tämä näkökanta kuitenkin hyväksyttäisiin, tällöin ei enää riittäisi yhtiön oma arvio oikean tiedon määräksi, vaan esimerkiksi valvova viranomainen joutuisi arvioimaan sen. Periaatteessa pörssin markkinavalvonta tätä yrittääkin tehdä, joskin sen mahdollisuudet puuttua tilanteisiin tai tutkia niitä aktiivisesti ovat nykyisellään erittäin rajalliset.

Yhtiönkään näkökulmasta ei aina ole kuitenkaan kyse edellämainitunlaisessa esimerkissä kuvatusta yksinkertaisesta valintatilanteesta. Seuraavassa on esimerkki tilanteesta, jossa johto joutui miettimään, millä tavalla se kertoo tai edes signaloi seikkaa julkisuuteen. Johto oli ponnistellut pitkään saadakseen yhtiön taseen tasapainoon ja oli juuri aloittamassa roadshow'ta tarkoituksenaan esitellä kansainvälisille sijoittajille yhtiön tilaa. Yhtiössä oli ollut erimielisyyksiä useinkin, mutta nyt oli poliittisen pääomistajan ja johdon välillä riitaa, joka koski johdon kannustinjärjestelmiä yhtiön uusissa kehityshankkeissa. Asia oli pahasti kesken, mutta toisaalta johdolla oli vahva käsitys siitä, että asiasta oli kerrottava jollain tavalla sijoittajille. Johdolla oli kolme pääasiallista vaihtoehtoa muotoilla lausuma ja kullakin muotoilulla oli nähtävissä erilainen markkinavaikutus. Johto saattoi roadshow'n aikana sanoa, *että:*

- 1) *...Suomessa poliitikot eivät katso insentiivijärjestelmiä hyvällä (Oletettu markkinavaikutus: kukaan ei ehkä reagoisi lausumaan ja kuitenkin kurssi pysyisi ennallaan)*
- 2) *...meillä on tosin omistajien kanssa eri näkemykset optiojärjestelyistä (Oletettu markkinavaikutus: osalla markkinoista heräisi epäily, arviot yhtiön arvosta alkaisivat hajautua ja kurssi saattaisi laskea)*

- 3) ...yhtiössä optioista käytävä keskustelu on ollut syynä joidenkin johtajien eroamiseen (Oletettu markkinavaikutus: yhtiön hallituksen voimakkaat sisäiset erimielisyydet tulisivat julkisuuteen, osakkeen arvo voisi romahtaa, markkina olisi yhtiön ja sen johtamisen kriisistä yksimielinen).

Vaihtoehto 1 todentaa sen, minkä kaikki jo tietävät Suomessa käytävästä optio-keskustelusta. Jotta sijoittaja osaisi kiinnittää asiaan vakavaa huomiota, hänen edellytetään ymmärtävän, missä yhteydessä tieto on annettu, ketkä mahdollisesti hallinnossa vaikuttavat, mitkä ovat heidän aiemmat kannanotonsa asiasta, kuinka poikkeava johdon lausuma on verrattuna aiempiin puheisiin ja mikä on lausuman piiloviesti.

Vaihtoehto 2 kohdistaa lausuman ao. yhtiön omaan tilanteeseen ja optiojärjestelyihin, mutta sitä ei ehkä koettaisi vielä ajankohtaiseksi asiaksi. Lausuma ehkä tulkittaisiin yhtiön sisällä käynnissä olevaksi normaaliksi keskusteluksi, mutta yleensä uskottaisiin, että yhtiö saavuttaa asiassa ratkaisun. Jotkut saattaisivat arvioida, kenen kanta todennäköisesti voittaisi, ja siitä riippuen arviot alkaisivat erota ja hajaantua. Ennakoitaisiin, olisiko omistajalla vai johdolla parempi uskottavuus yhtiön tuloksellisen toiminnan jatkamiseksi.

Vaihtoehto 3 paljastaa mittavat näkemyserot: yhtiön sisällä on käynnissä suoranainen valtataistelu, joka merkittävästi haittaa tuloksenteokkyä. Kaikki tulisivat asiasta tietoisiksi. Analyytikoiden tutkimukset käynnistyisivät. He ottaisivat yhteyttä muuhun henkilöstöön ja saisivat juoruista tietää tapahtumien kulun: omistaja oli riitaisessa johdon tapaamisessa repinyt joidenkin kiistaan osallistuneiden johtajien työsopimukset ja puuttunut siten johdon operatiiviseen toimintaan, minkä jälkeen hallitus uhkasi kokonaisuudessaan erota. Koko yhtiö ajautuisi tuuliajolle, koska annetun tiedon pohjalta yhtiöstä alettaisiin etsiä muitakin ongelmia. Julkisuus alkaisi ohjata yhtiön toimintaa.

Se, mitä julkistetaan, voi vaikuttaa siten myös yhtiön sisäiseen toimintaan. Tiedote ei ole vain peilimäinen todellisuuden kuvaus, vaan se on tiedotteen laatijan *oma näkemys tilanteen hänelle suomista mahdollisuuksista*.

Johdon valintaan em. vaihtoehtoista vaikuttaa sen arvio asemansa vahvuudesta, ristiriidan sietokyvystä, lojaliteetista ja siitä, mitä se uskoo milläkin vaihtoehdolla saavuttavansa. Periaatteessa johdon ei olisi tarvinnut kertoa keskenäisestä asiasta mitään. Johto kuitenkin pelkäsi sitä mahdollisuutta, että tilanne kärjistyisi edelleen ja johtaisi johtajien joukkopakoon. Olisi lisäksi katastrofaalista, jos myöhemmin osoittautuisi, että tilanteen vakavuudesta olttiin tietoisia jo roadshow'n aikana, mutta siitä ei kuitenkaan kerrottu mitään. Valitsemalla vaihtoehdon 1 johto ei avannut asiaa niin paljon, että se olisi laukaissut tiedonantovelvollisuuden, mutta kuitenkin sen verran, että se antoi tarkkaavaiselle ja tilannetta huolellisesti seuraavalle ammattisijoittajalle pienen mahdollisuuden havaita, että kaikki ei ole aivan kohdallaan. Toinenkaan vaihtoehto ei olisi vielä edellyttänyt pörssitiedotteen laatimista, koska on selvää, että

yhtiön sisällä käydään keskusteluja lukuisista asioista ja että niihin sisältyy myös erimielisyyksiä. Vaihtoehdossa 3 on selvästi nähtävissä optiokeskustelujen ja tapahtuneen tosiseikan (johtajien eroaminen) välinen yhteys. Jos johto olisi halunnut kertoa asian näin, se olisi merkinnyt, että asiasta olisi pitänyt laatia myös pörssitiedote, vaikka syytä ei sinällään olisi tarvinnut kertoa lainkaan. Jos se olisi kerrottu jollekin, se olisi pitänyt kertoa kaikille.

Jokainen vaihtoehdoista sisälsi eri määrän tietoa. Kyse ei ollut kuitenkaan vain tiedon julkistamisen muodosta, vaan mitä suurimmassa määrin myös siitä, miten johto kykenisi toimimaan tiedonannon jälkeen, ts. miten tiedotus vaikuttaisi johdon mahdollisuuksiin selviytyä ylipäänsä ongelmasta. Kyse oli johdon uskottavuudesta. Se taisteli paikastaan. Vaihtoehdon 3 valinta olisi provosoinut yhtiön sisällä lisäksi välittömän konfliktin, jonka seurauksena olisi arvioitu ei vain johdon, vaan myös omistajien edustajien toimia. Vaihtoehto 2 olisi antanut pääomistajalle mahdollisuuden esittää oman kantansa, ja vaihtoehto 1 jätti pelikentän täysin avoimeksi ja olisi antanut johdolle ja omistajalle lisäaikaa asian ratkaisemiseksi.

Vaihtoehdot 2 ja 3 olisivat voineet toimia lisäksi eräänlaisena johdon ”ulko-parlamentaarisenä” painostuskeinona omistajaa kohtaan, jos johto olisi tuntenut itsensä riittävän vahvaksi. Vaihtoehdon 1 lopullinen valinta sen sijaan osoitti lojaliteettia pääomistajaa ja markkinoita kohtaan, mutta aiheutti lisääntyviä ”vatsakipuja” johdolle [ks. käsitteestä tarkemmin, luku 7.3]. Kaikki optioesimerkissä kuvatut vaihtoehdot olisivat olleet hyväksyttäviä. Johdolle itselleenkin pelitilanteen eteneminen oli yhtä avoin kuin muillekin, koska tiedottamisen sisältö, merkitys ja vaikutus muuttui prosessin kuluessa.

Tiedon välitön julkistaminen voi olla sijoittajille merkki epävarmuudesta ja johtaa ennalta arvaamattomiin seurauksiin. Yhtiön pelko tiedon välittömässä julkistuksessa on lisäksi se, että tietoa voidaan joutua myöhemmin tarkentamaan ja korjaamaan. Välittömässä, valmistautumattomassa tiedonjulkistuksessa on myös aina se vaara, että yhtiö voi olla valmistautunut vastaamaan loogiselta tuntuviin kysymyksiin a, b ja c, mutta ei ehkä yhtiön mielestä epäloogisilta tuntuviin mutta median kannalta mielenkiintoisiin kysymyksiin k, x tai ö. Yhtiö, joka ei ole etukäteen päättänyt, missä tiedon kertomisen raja kulkee, tulee helposti ulkopuolisen painostuksen alla paljastaneeksi sellaista, jonka julkistamisen seurauksia se ei ole voinut etukäteen aavistaa.

Johto olisi voinut julkistaa valitseman vaihtoehdon myös pörssitiedotteena. Tällöin se olisi todennäköisesti liittänyt asian johonkin laajempaan yhteyteen ja tuskin olisi kertonut asiasta sellaisenaan. Yhtiöt antavatkin lähtökohtaisesti julkisuuteen ainakin jossain määrin *ehostettuja tietoja*. Tiedon ehostamisella ja muokkaamisella voi olla suuri vaikutus siihen, miten tieto otetaan vastaan ja tulkitaan. Hyväkin kehitys voidaan saada näyttämään huonolta, jos se tiedotetaan huonosti, ja huonokin kehitys saadaan näyttämään vähemmän huonolta, kun se on selitetty oikein ja ymmärrettävästi. Jos tiedottaminen toteu-

tetaan suunnittelematta, se voi johtaa mediassa usein jatkokertomuksiin, joissa asia tuodaan toistuvasti esille negatiivisessa valossa niin kauan, kunnes sen julkisuusarvo on syöty. Tämä merkitsee osakkeenomistajan näkökulmasta *varallisuusarvojen merkittävää laskua, ilman että liiketoiminnan perusteissa olisi tapahtunut olennaista muutosta.*

Samalla kun markkinoille tulevan tiedon luotettavuus heikkenee, korostuu yhä enemmän yhtiön oman tiedotuksen suunnitelmallisuus. Informaation uskottavuutta joudutaan rakentamaan medioiden kautta ja keinoin, minkä seurauksena osakkeenomistaja ei voi verifioida yksittäisten tietojen oikeellisuutta tai merkitystä. Hän joutuu ulkopuolisena seuraamaan markkinaosapuolten arviointia siitä, mikä on totta.

Edellä on kuvattu tiedottamisen päätöstilanteen moniulotteisuutta. Valittavat menettelytavat vaikuttavat paitsi johdon mahdollisuuksiin toimia jatkossa myös osakkeenomistajien varallisuusarvoihin.

6.5 YRITYS TIEDON ITSEISARVON PUHDISTAMISEKSI

Tiedon pirstaloitumisesta aiheutuu sijoittajalle riski, joka korostuu tiedotuksen pistekäsityksen vuoksi. Koska tiedonantovelvollisuus koskee vain yhtiön tietoon tulleita seikkoja eikä lainkaan prosessia, katsotaan seuraavassa, että jotain olennaista jää liiketoiminnasta kuvaamatta. Koska tiedon itseisarvoa ei voida puhdistaa asiayhteydestään, yhtiön kokonaisuudesta, osoitetaan, kuinka myös kokonaisuutta koskeva tiedonantovelvollisuus on välttämätöntä.

Yhtiön julkistamat tiedot ovat riskisisällöltään erilaisia. Toiset tiedot ovat varmoja, paikkansa pitäviä ja riskittömiä, toiset tiedot taas epävarmoja, näkemyksellisiä ja riskipitoisia, silloinkin, kun ne koskevat menneitä tapahtumia. Ongelma syntyy, kun riskittömät ja riskilliset tiedot sekoittuvat keskenään joko tahattomasti tai tahallisesti. Yritys itsekin huomaa mahdollisuuden tietojen sekoittamiseen havaitessaan, että uskottavuus yhdessä parametrissa heijastuu muidenkin parametrien uskottavuuteen, vaikka näissä ei olisi tapahtunut mitään muutosta.⁶³⁹

Oikeustaloustieteellisen ajattelun mukaan sijoittaja voi hajauttaa yritysriskiä sijoittamalla varansa useampaan yhtiöön, jolloin yksittäisen osakkeen arvon laskua kompensoi muiden osakkeiden mahdollinen arvon nousu.⁶⁴⁰ Tämän on

⁶³⁹ Esim. jos yhtiö kykenee nostamaan tuotteen laatumielikuvaa, yritys voidaan kokea myös taloudellisesti menestyväksi tai hyväksi työnantajaksi, vaikka näiden seikkojen kohdalla ei olisi tehty mitään muutoksia.

⁶⁴⁰ Markowitz 1952, 89. Kaisanlahti 1999, 75, yksityissijoittajan ”pakosta” hajauttaa omistus eväämällä heiltä lunastusvelvollisuuden tarjoama suoja.

nähty tuovan etuja riskin hajauttamismielessä erityisesti silloin, kun riskiä hajautetaan eri toimialojen osakkeisiin. Tämä näkökanta jättää kuitenkin huomiotta sijoitusten *hajauttamisen mukanaan tuoman informaatoriskin* lisääntymisen.⁶⁴¹ Vaikka matemaattisesti voitaisiin kullekin osakkeelle laskea yhtiön tunnuslukuihin perustuva riskiluokitus, se ei poista sitä, että johdon toimista ja sen julkistamasta informaatiosta johtuen riski voi kasvaa suurestikin.⁶⁴² Sijoittajan informaation ja tiedon käsittelyn ja analysoinnin näkökulmasta hajautusehdotus merkitsee myös hänelle muodostuneen toimialatiedon ja -osaamisen hajautusta. Useamman yhtiön ja toimialan piirteitä on yksityissijoittajan vaikeampi seurata kuin yhden toimialan piirteitä.⁶⁴³ Itse asiassa lain nykyinen pistemäinen tulkinta lisää informaatoriskiä ilman sijoitusten hajauttamistakin.⁶⁴⁴

Samuelsson näkee informaatoriskin syynä osakeomistuksen institutionalisoitumiseen.

”Ett problem med aktieägandets institutionalisering är att analytikerna inriktar sin uppföljning av värdepapper och företag till de bolag som dominerar de institutionella placerarnas värdepappersportföljer. Detta är naturligt konsekvens av institutionernas efterfrågan på information. De bevakar alltså inte alla företag lika noggrant, vilket kan betyda att det finns ett underskott på information rörande majoriteten av de börsnoterade företagen. Samtidigt visar detta hur svårt och kostnadskrävande det är att följa många värdepapper.”⁶⁴⁵

⁶⁴¹ *Samuelsson*, 91–92, näkee yksityissijoittajalla olevan kaksi keinoa saavuttaa tasavertainen asema ammattisijoittajaan nähden: toinen on sijoitusrahaston käyttö ja toinen on pelkkä osakkeiden hintojen käyttäminen informaatio-signaalina, eri osakesijoitusten hajauttaminen hintojen perusteella, jolloin yhtiökohtaisen informaation merkitys pienenee.

⁶⁴² Tuoteriskejät tutkineiden *Hansonin – Kysarin*, 747, mukaan ”manufacturers and marketers in consumer product markets can shape consumer risk assessments by altering the way they manufacture, package, and market their products. What is more, that possibility creates profit-enhancing opportunities for manufacturers and marketers by affording them a way of increasing consumer willingness to pay”.

⁶⁴³ *Haim – Sarnat* 1999, 303–304, ”Investors – [w]ho desire to benefit from diversification, should tend to build large portfolios. In practice, however, the degree of diversification is often limited, for one or more of the following reasons: 1) sometimes an investor has only a small amount of money at his disposal so that diversification over a large number of securities would mean investing very small amounts in each security. 2) An individual investor may find it difficult and expensive to keep track of a large number of securities; even a cursory check of the past performance and future outlook of large number of securities is likely to prove a difficult and tedious task for most investors. Thus outside of the realm of textbooks, investors usually restrict themselves to a small number of securities.”

⁶⁴⁴ Yhtiöinformaation riskillisyyden erot korostuvat vielä siinä, että sijoittajat tarkastelevat yhtiöinformaatiota eri suunnista: toiset arvostavat yhtiön varallisuutta, toiset haluaisivat vapauttaa osan pääomista toiseen tarkoitukseen. Kolmas taas ei ole niinkään kiinnostunut itse liiketoiminnasta, ei omaa voimakasta mielipidettä yhtiön kehittämisestä, vaan haluaisi ehkä tukeutua varmaan ja tasaiseen tuottoon. Sijoittaja ei useinkaan tarkastele yhtiötä kokonaisuutena, vaan omien intressiensä mukaisesti.

⁶⁴⁵ *Samuelsson*, 93, ei kuitenkaan käytä informaatoriski-termiä.

AML:ssa määritelty tiedonantovelvollisuus koskee nimenomaan yhtiön tietoon tullutta seikkaa. Tiedon itseisarvoa on vaikea puhdistaa asiayhteydestään.⁶⁴⁶ ”Tietoon tullut seikka” sisältää ajatuksen siitä, että liiketoiminta ja sen johtaminen *koostuisi yksittäisistä seikoista, irrallisista asioista*, joiden yhteys muihin asioihin on hämära eikä tärkeä. Tämän vuoksi syntyy helposti myös ajatus siitä, että jotta tiedottaminen olisi lainmukaista olisi tiedottamisessa *keskityttävä vain ao. seikan julkistamiseen* ja jätettävä siihen liittymättömät seikat vähemmälle. Toiseksi ”tietoon tullut seikka” merkitsisi asian ja sen kehittymisen ajallista leikkaamista liiketoiminnan jatkumosta.

Talentumin hallituksen jäsen Johannes Koroma joutui epäilyksi sisäpiirikaupoista maaliskuussa 2002 ostettuaan keväällä 1999 yhtiön osakkeita. Kauppa tehtiin 3.5.1999 osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen ja kun toimitusjohtaja oli kertonut hallitukselle liikeneuvottelujen Soneran kanssa yhteisyrityksen perustamiseksi etenevän hyvin. Osavuosikatsauksessa ei mainittu mitään neuvotteluista.

Selvityksessään Koroma totesi: ”Varauduin ostamaan myös Talentumin osakkeita, koska halusin hallituksen jäsenenä osoittaa luottavani yhtiöön ja myös sitoutuvani siihen omistajana. Mahdollisuus siihen tarjoutui kuitenkin vasta 1999 toukokuussa, jolloin 29.4. julkaistun osavuosikatsauksen jälkeen käytiin sisäpiirisäännösten tarkoittamaa ns. *avointa ikkunaa* [kurs. tässä] ja ostin 3.5. 500 kpl osakkeita. Hallituksen jäsenillä ei ollut tietojeni mukaan sisäpiirintiedoksi luokiteltavaa tietoa. Tarkistin asian myös yhtiön toimivalta johdolta – –. Neuvottelua Sonera-sopimuksesta ei Talentumissa luokiteltu sisäpiirintiedoksi eikä siitä tehty hankerekisteriä.”⁶⁴⁷ Tämän internetpalveluiden markkinointiin tähtäävän yhtiön perustamista käsiteltiin Talentumin hallituksessa kesästä 1998 alkaen. Koko syksyn ja talven 1999 ajan asiaa käsiteltiin jokseenkin jokaisessa hallituksen kokouksessa. Toimitusjohtajan suullisen raportin mukaan eteneminen oli myönteistä, mutta hidasta eikä Sonerassa ollut haluttu viedä asiaa päätöskäsittelyyn. Talentumin hallitukselle esitettiin arvio, että suunnitellun yhtiön liiketoiminta olisi tappiollista tai enintään nollatulokseen johtavaa seuraavan tilivuoden ajan.

Hallituksen pöytäkirjojen mukaan syksyn ja talven 1998–1999 aikana käsiteltiin useita muitakin vastaavanlaisia hankkeita. Näidenkin neuvottelujen luonnehdittiin pöytäkirjassa edenneen myönteisesti, vaikka ne eivät koskaan johtaneet sopimukseen.

⁶⁴⁶ Ks. valtionsyyttäjän syyttämättäjäättämisspätös nro 03/8, 6, jossa syyttäjä totesi tiedon vaikutuksen arvioinnin puhdistettuna muista samanaikaisesti kurssiin vaikuttavista tekijöistä olevan vaikeaa. – Tässä lähdetään siitä, että tiedon itseisarvoa ei voi puhdistaa edes yhtiöntietojen kokonaisuudesta, markkinatiedosta puhumattakaan.

⁶⁴⁷ Se seikka, onko hankkeesta tehty hankerekisteri, ei ole peruste sille, onko asia olennainen vai ei. Hankerekisterin laatimatta jättäminen voi johtua johdon huolimattomuudesta. Lisäksi rekisterin tarkoituksena on paitsi rekisteröidä tietojen syntymisajankohtia, myös hankkeeseen sitoutettujen sisäpiirin ulkopuolisten henkilöiden roolit ja asema hankkeessa. Hallituksen jäsenet ovat pysyvästi asemansa perusteella sisäpiiriläisiä ja siinä mielessä hankerekisterillä ei ole tämän tapauksen arvioinnissa merkitystä.

Hallituksessa Sonera-neuvottelut luokiteltiin ns. ikuisuusasiaksi. Nii-
den katkaisemiseen ei luonnollisestikaan ollut mitään syytä niin kauan
kuin toimitusjohtaja itse halusi jatkaa neuvotteluja. Hallituksessa esitet-
tiin kuitenkin myös suusanallista kritiikkiä neuvotteluiden hyödyllisyy-
destä, koska tulosta ei näyttänyt syntyvän. Tämä kaikki on todettu aiem-
min tehdyissä hallituksen jäsenten kuulustelukertomuksissa yhtä pitä-
västi.

Huhtikuun lopulla 1999 arvioni oli, ettei tämä hanke ole kovin toden-
näköisesti eikä ainakaan lähikuukausina toteutuva. Edellä on todettu, että
sen taloudellinen merkitys yhtiölle ei ollut kovin suuri. Kun osavuositat-
saus oli julkaistu, arvioin koko ns. Sonera-sopimuksen arvon vähäiseksi
riippumatta siitä toteutuuko se joskus vai ei, enkä sitä siksiäkään pitänyt
sisäpiirintietona. Myös muut keskusteluun osallistuneet ilmaisivat saman
käsityksen.”

Käräjäoikeuden mukaan hallituksen kokouksessa 20.4.1999 Talentu-
min toimitusjohtaja oli kuitenkin viestittänyt neuvottelujen edenneen
hyvin ja että kauppaa koskeva lopullinen hallituskäsittely olisi
27.5.1999. Oikeuden mukaan sisäpiirintieto oli oikeuden arvion mukaan
julkistamatonta, niin yksilöity ja toteutumiseltaan todennäköinen ja toi-
saalta riittävän merkittävä, että se on voinut 3.5.1999 objektiivisesti
arvioiden olettaa olennaisesti vaikuttavan osakkeen arvoon ja hintaan.
Teko oli tehty lisäksi hyötymistarkoituksessa. Oikeus katsoi kuitenkin
jääneen näyttämättä, että teko olisi tapahtunut tahallaan tai törkeästä
huolimattomuudesta. Syyte hylätty, ei lainvoimainen.⁶⁴⁸

Edellä selostetusta tapauksesta aukeaa tämän tutkimuksen kannalta ainakin
kolme merkittävää seikkaa: Ajatus tiedon itseisarvosta, tiedon merkityksen
ennakointi sekä tietojen kytkeytyminen toisiinsa.

(1) Keskittyminen em. tavalla tiedon puhdistamiseen asiayhteydestään antaa
tulokseksi katkelmallisen ja pirstoutuneen kuvan liiketoiminnasta. *Jos tiedon-
antovelvollisuus koskee vain seikkaa eikä lainkaan prosessia, jää jotain olen-
naista liiketoiminnasta kuvaamatta.* Samalla tavalla kuin musiikkikaan ei syn-
ny ilman nuotteja, niin yksittäisten, epäjärjestyksessä esitettyjen nuottien (tieto-
jen) pohjalta ei synny musiikkia. [Tätä keskeistä probleemaa on tarkasteltu
myös sekä tiedonantovelvollisuuden ajallista ulottuvuutta käsittelevässä YIT:n
esimerkissä, luku 5.3.1 sekä koskien tietoa ja kuvaa koskevan keskustelun
pääpiirteitä, luku 5.2.2.]

Tiedon eriyttäminen antaa aina mahdollisuuden opportunistiseen toimintaan.
Hallituksen jäsen saattaa ryhtyä ajamaan kaupanteon jälkeen sellaisia ratkaisui-
ja, jotka toimivat hänen omaksi edukseen ja nostavat kurssia. Sen vuoksi yhden
yksittäisen tiedon olemassaolo ei ole riittävä perustelu sen arviointiin, voiko
kaupankäyntiä harjoittaa vai ei. *Siksi on perusteltua, että lähtökohtaisesti halli-
tuksen jäsen ei koskaan voi käydä kauppaa yhtiön osakkeilla,* koska hän on aina

⁶⁴⁸ Hgin KäO R 03/338, 25.3.2003.

paremmin informoitu kuin markkinat. Vaikka hän ei olisi edes paremmin informoitu, niin hänellä on edellytykset parempaan informaatioon. Johdon intentioita ei voi tietää kukaan muu kuin johto itse. Ei voida sanoa, että yksi tieto olisi merkittävä ja muut tiedot eivät olisi, koska liiketoiminnassa *tiedot muodostuvat yhteyksistä toisiinsa*. Yksittäinen tieto saa todellisen merkityksensä ja olennaisuutensa vasta johdon tulkitsemana, kokonaisuuden osana.

Osakekauppoja ajatellen myös avoin ikkuna on väärä kuvaus johdon hallussa olevasta tiedosta.⁶⁴⁹ Vaikka tieto seikasta sinänsä olisikin julkistettu, on aina vaikeaa arvioida, onko tieto julkistettu siinä muodossa, että siitä paljastuisi kaikki se informaatio, mikä liittyy julkistetun tiedon asia- ja ajatusyhteyteen johdon näkökulmasta. Tällaisen ennakkoon hyväksytyn kaupantekotilaisuuden antaminen johdolle voi lisätä johdon houkutusta muokata informaatiota sillä tavalla, että olennaiset asiayhteydet jätetään mieluiten kertomatta ja tehdään niistä luottamuksellista tietoa. Tämä vähentäisi sijoittajan mahdollisuutta saada informaatiota, vaikka johto ehkä muutoin sen olisikin ollut valmis julkistamaan.⁶⁵⁰

(2) Toinen asia on hankkeen toteutumisen ja tiedon merkityksen ennakointi. Prosessin kuluessa on vaikea ennakoida käynnissä olevien hankkeiden toteutumista ja merkitystä. Epäilty totesi selvityksessään, että hanke ei todennäköisesti olisi kovin suuri eikä toteutuisi ainakaan lähikuukausina. Sopimus kuitenkin toteutui jo puolentoista kuukauden kuluttua. Talentum totesi lisäksi pörssitiedotteessaan 23.6.1999, että yhteisyrityksellä tavoitellaan pitkällä tähtäimellä usean sadan miljoonan markan liikevaihtoa, mikä oli täysin vastakkainen käsitys kuin se, jonka epäilty kertoi. Jo loppuvuoden aikana alkoi olla nähtävissä, että näin ei tulisi käymään. On vaikea sanoa, oliko epäillyn antama selvitys totuudenmukainen hänen käsityksestään ostoajankohtana vai perustuiko se tietoon ex post.

⁶⁴⁹ Ikkuna-käsitettä on käytetty alalla (mm. pörssin sisäpiiriohjesääntö) kuvaamaan tiettyjen reunaehtojen rajaamia toimintamahdollisuuksia. Aikaikkuna-käsite tarkoittaa siten aikarajoja, joiden sisällä ratkaisut on tehtävä, muutoin ikkuna sulkeutuu ja mahdollisuudet on menetetty. Ikkuna voi myös joiltain osin olla raollaan, mikä tarkoittaa, että kapea toimintamahdollisuus on olemassa. Suljettu ikkuna tarkoittaa toiminnan estymistä tai kieltoa. – Vastaaja oli esittänyt sisäpiirintiedon eräänä rajanvetokriteerinä, että hankkeen tulisi toteutua lähitulevaisuudessa, alle kolmessa (3) kuukaudessa. Syyttäjä puolestaan totesi, ettei tällaista aikakriteeriä ole olemassa eikä mitään kolmen kuukauden sääntöä voida asettaa, vaikka jokin markkinaosapuoli omassa ohjeistuksessaan yrittäisikin sitä. Tästä voi syyttäjän kanssa olla tämän tutkimuksen näkökulmasta täysin samaa mieltä.

⁶⁵⁰ Jos yhtiön hallitus on sallinut yrityssalaisuuksien luovuttamisen antamalla ostajalle suostumuksen tehdä due diligence -tarkastus ja haastatella yhtiön johtoa, on hallituksen asianmukaista aina selvästi ohjeistaa yhtiön toimiva johto siitä, minkä tyyppisiä tietoja ostajalle saa kertoa ja millä edellytyksillä, *Haussila*, 315 ss. – Tämä voi kuitenkin johtaa rajanvedon vaikeuteen, joka syntyy tiedon pistekäsityksestä ja tiedon itseisarvosta. Vaikka due diligencen yhteydessä paljastettu sisäpiirintieto julkistettaisiinkin ennen ostotarjouksen alkamista kohdeyhtiön puolelta, kuten *Haussila* tiedottamisratkaisuna esittää, se ei takaa sitä, että tiedotteesta ilmenisi myös asiayhteys, jossa tieto ostajalle on julkistettu.

Käräjäoikeus totesi vastaajan vedonneen siihen, että pörssitiedote kuvasti pikemmin toimivan johdon näkemystä ja oli sen eikä hallituksen laatima, ja huomauttaneen, että vastaajan ja hallituksen näkemykset Sonera hankkeen merkityksestä poikkesivat toimivan johdon näkemyksestä. Käräjäoikeus toteaa hallituksen vastaavan myös pörssitiedotteen sisällöstä riippumatta siitä, kuka sen on laatinut. Pörssitiedotteella on nimenomaan tarkoitus antaa viestejä markkinoille osakkeen arvoon liittyen.

Joka tapauksessa em. esimerkki havainnollistaa, kuinka päätöksen syntyhetkellä on vaikea ennakoida, kuinka arvokkaaksi kukin tieto muodostuu. Yhtenä hetkenä tiedon arvo voi siten olla pieni, seuraavassa hetkessä suuri, ja muutamaa kuukautta myöhemmin taas pieni, kuten ao. sopimuksen kohdalla juuri kävi. Tämän vuoksi *tiedon vaikutusta osakkeen arvoon ei johdon tulekaan ennakoida* [tiedon olennaisuuden vaikuttamisominaisuudesta arvopaperin arvoon kappaleessa 5.2.6].

(3) Kolmas seikka on tietojen kytkeytyminen toisiinsa.⁶⁵¹ Epäilty totesi varmistaneensa, ettei hallituksella ole sisäpiirintiedoksi luokiteltavaa tietoa. Samalla hän kuitenkin totesi, että yhtiöllä oli menossa muitakin vastaavanlaisia hankkeita. Tämä on tavallista kaikissa yhtiöissä. Hankkeet muodostivat yhdessä tietyn suunnan yhtiön liiketoiminnalle. Tämä suunta ja tietojen kokonaisuus oli olennaista, ei se toteutuuko suunniteltu hanke Soneran tai jonkin toisen yhtiön kanssa, tai kenties kokonaan toisen hankkeen muodossa. Ellei kokonaisuutta oteta huomioon, pulverisoituvat monet olennaiset seikat yksittäisiksi, merkitykseltään mitättömiksi tiedoiksi, joiden välille on vaikea luoda läheisiä kausaalisuhteita.⁶⁵²

Syyttäjä totesi perusteluissaan, että tällaiset hankkeet ovat sisäpiirintietoa jo silloin kun ne ovat vireillä. Jossakin hankkeessa voi olla esim. kilpailijoina lukuisia tarjouksen tekijöitä eikä näissä voi olla missään tapauksessa mitään varmuutta eikä edes suurta todennäköisyyttä, kuka sen saa. Jos hanke on merkittävä, niin kauan kuin tarjoaja on potentiaalisena hyötyjänä ja sopimuksen saajana, hankkeessa mukanaoleminen on sisäpiirintietoa. Tässä tapauksessa hanke jopa realisoitui. Oikeus ei tähän kysymykseen ottanut kantaa.

Tiedonantovelvollisuutta tarkasteltaessa on kokonaisuus ja asiayhteys tärkeä, ellei tärkeämpikin kuin yksittäiseksi tiedoksi eriytetty seikka. *Seikka on ainoastaan kokonaisuuden yksi ilmentymä*. Se on jäävuoren huippu, joka näkyy ulospäin. Pinnan alla oleva näkymätön osa määrää seikan merkityksen ja sen, mihin

⁶⁵¹ Myös *Rudanko* 1988, 371, toteaa olevan mahdotonta selvittää yksittäisten tekijöiden osuutta lukuisien vaikutusmekanismien yhteisestä kokonaisuudesta.

⁶⁵² Konsernin tarkoitus on juuri nimenomaan varmistaa vastuun pulverisoituminen usean rajatun vastuun yhtiön kautta, *Clarke – Dean – Oliver*, 207–208.

jäävuori kulkeutuu. Kuinka paljon pinnan alla olevasta kokonaisuudesta markkinaosapuoli voidaan velvoittaa kertomaan? Yksittäisen seikan irrottaminen yhteydestään ei tee oikeutta olennaisuuden arvioinnille.

KKO: 1985-II-58. Pertti Kolehmainen ja hänen myötäpuolensa olivat 3.2.1980 allekirjoitetulla kaupalla myyneet yhteensä 4 006 Riihimäen Lasi Oy:n osaketta 120 markaksi osakkeelta sovitusta yhteensä 480 720 markan kauppahinnasta Paloheimo Oy:lle. Kaupan oli myyjien puolesta päättänyt Pertti Kolehmainen ja Paloheimo Oy:n puolesta yhtiön toimitusjohtaja Arvi Paloheimo.

Riihimäen Lasi Oy:n taloudellinen tila oli ollut lähes koko 1970-luvun heikko. Vuosina 1975–1977 yhtiön taholta oli jo käyty A. Ahlström Osakeyhtiön kanssa neuvotteluja tietynlaisesta toimialarationalisoinnista neuvottelujen kuitenkin rautetessa vuonna 1977 tuloksettomina. Neuvottelut oli aloitettu uudelleen helmikuussa 1978. Neuvotteluja oli hoitanut tuolloin Riihimäen Lasi Oy:n puolesta sen johtokunnan puheenjohtaja. Neuvottelujen edistymisestä oli annettu johtokunnalle jatkuvasti tietoja, mutta sitä vastoin osakaskunnalle ei ollut annettu mitään tietoja neuvotteluista ennen niiden loppuunsaattamista. – – A. Ahlström Osakeyhtiön likimääräiset ostotarjoukset olivat tulleet johtokunnan tietoon 27.11.1979 ja kiinteät ostotarjoukset 20.12.1979. Lopullisen ostotarjouksen, joka koski Riihimäen Lasi Oy:n koko osakekannan kauppaa A. Ahlström Osakeyhtiö oli tehnyt 8.2.1980 päivätyllä kirjeellä tietyin perustein laskettavasta hinnasta, joka olisi merkinnyt 750 markan kauppahintaa osakkeelta.

– –

Riihimäen Lasi Oy:n johtokunta oli 11.2.1980 pitämässään kokouksessa käsitellyt A. Ahlström Osakeyhtiön ostotarjousta, jolloin johtokunnan jäsen ja yhtiön pääosakkaaksi tehtyjen kauppojen perusteella tullut Arvi Paloheimo oli ilmoittanut, että yhtiötä tai sen osaa ei myydä. Yhtiön osakkeenomistajille oli 18.2.1980 pidetty asiaa koskeva tiedotus- ja neuvottelutilaisuus.

Arvi Paloheimo oli riidanalaisen osakekaupan aikana ollut Riihimäen Lasi Oy:n johtokunnan jäsen. Siten hän oli ollut tietoinen yhtiön ja A. Ahlström Osakeyhtiön välisistä neuvotteluista ja niiden johdosta tehdystä ostotarjouksesta. Lisäksi Arvi Paloheimo oli ollut tietoinen siitä, ettei kyseisiä neuvotteluja koskevia tietoja ollut annettu muille kuin johtokunnan jäsenille.

Pertti Kolehmainen oli ollut yhtiön johtokunnan jäsen vuoden 1977 kesään saakka. Osakkeita myydessään hän ei ollut tiennyt A. Ahlström Osakeyhtiön ostotarjouksesta. Sitä vastoin hän kuten muutkin osakkeenomistajat oli marraskuussa 1979 saanut johtokunnan yhtiön parantunutta taloudellista tilaa koskeneen puolivuotistiedotteen. Lisäksi hän oli ollut tietoinen A. Ahlström Osakeyhtiön ja Riihimäen Lasi Oy:n välisen toimialasopimuksen irtisanomisesta joulukuussa 1979.

Arvi Paloheimo oli Paloheimo Oy:n edustajana ollut tietoinen A. Ahlström Osakeyhtiön ostotarjouksesta ja myös siitä, että Pertti Ko-

lehmäinen myötäpuolineen ei ollut tiennyt kyseistä seikkaa. Arvi Paloheimon oli täytynyt ymmärtää, että pelkästään tieto tuohon tarjoukseen sisältyneestä hinnasta olisi pidättänyt Pertti Kolehmaista ja hänen myötäpuoliaan myymästä osakkeitaan tuona aikana sovitulla vastikkeella. Näin ollen kauppa oli Paloheimo Oy:n tietien päätetty sellaisissa olosuhteissa, että Paloheimo Oy:n oli niistä tietoisena kunnian vastaista ja arvotonta vedota kauppaan.

Näillä perusteilla Pertti Kolehmaisella ja hänen myötäpuoltensa sekä Paloheimo Oy:n välinen 3.2.1980 tehty Riihimäen Lasi Oy:n 4 006 osakkeen kauppa on julistettu pätemättömäksi. Paloheimo Oy on velvoitettu heti palauttamaan Pertti Kolehmaiselle ja hänen myötäpuolilleen kaupassa saamansa osakkeet niistä suoritettua 480 720 markan kauppahintaan vastaan. Paloheimo Oy on velvoitettu korvaamaan Pertti Kolehmaisella ja hänen myötäpuoltensa oikeudenkäyntikulut jutussa 20 000 markalla.

Riihimäen Lasi Oy ei ollut noteerattu yhtiö, jonka osakkeen hintareferenssi olisi ollut kaikkien tiedossa pidemmältä ajalta.⁶⁵³ Oikeuden ratkaisuperusteena kaupan pätemättömyydelle oli siten yksittäinen tietoon tullut seikka, 750 markan kappalemääräinen tarjoushinta. Jos oletetaan, että tarjousta ei olisi lainkaan tullut eikä olisi ollut *hintareferenssiä*, mutta yhtiö olisi laitettu muuten kuntoon, olisiko Kolehmaisella ollut perustetta kaupan saamiseksi pätemättömäksi?

Selvää on, että Paloheimolla johtokunnan jäsenenä oli parempi tieto yhtiön kehityksestä kuin Kolehmaisella ja hän oli siten tiedoiltaan vahvemmassa asemassa. Jos Paloheimo olisi ollut osakkeenomistaja muiden joukossa eikä hänellä olisi todistettavasti ollut sisäpiirintietoa, ei kaupassa olisi ollut moittimisen sijaa. Tästä huolimatta toinen osakkeenomistaja olisi voinut laittaa yrityksen kuntoon niillä tiedoilla, joita hän itse oli hankkinut toimintaympäristöstään.

Mutta kun osapuoli oli tiedoiltaan vahvemmassa asemassa, Paloheimo olisi ollut laajemmin tiedonantovelvollinen yhtiön kehityksestä. Ongelma Paloheimon kohdalla oli tietysti se, että hänen mahdollisuutensa tiedottaa sisäpiirin asioista oli rajoitettu. Miten hänen olisi pitänyt toimia?

Hänen olisi ollut oikein pidättäytyä kokonaan kaupasta, koska hän oli *luottamusasemassa*, johon osakkeenomistajat olivat hänet valinneet. Luottamusasemassa hänen ei olisi pitänyt edistää omaa tai edustamansa määräysvaltayhtiön etua. Kaupan tehdessään hänelle itselleen ei ollut ollut olennaista ostotarjouksen sisältämä yksittäinen (hinta)tieto, vaan johtokunnan jäsenenä saatu kokonaisnäkemys perustuva tieto Riihimäen Lasin mahdollisuuksista menestyä. Paloheimon käsitys mahdollisuuksista ei voinut perustua vain tarjouksen sisältämään hintareferenssiin, koska tarjoushinta ei ollut yhtiön liiketoimintaa koskeva seikka. Se oli ulkopuolisen arvio, joka saattoi kyllä toimia Paloheimolle uskon vahvikkeena, mutta ei muuttanut tilannetta yhtiössä. Yhtiö pysyi

⁶⁵³ Tiedonantovelvollisuuteen arvopaperikaupassa voidaan markkinoiden ulkopuolellakin joutua joskus soveltamaan KL:n ja AML:n tiedonantosäännöksiä rinnakkain. *Rudanko* 1998, 55.

samana riippumatta tarjouksesta. Olennainen tieto tässä suhteessa olisi ollut muun johtokunnan saama *kuvaus yhtiöstä, ja se taas ei voinut perustua yksittäisiin tietoihin*. Tätä tietoa kokonaiskuvasta hän ei jakanut Pertti Kolehmaisensa kanssa ennen kauppaa.⁶⁵⁴ Näin ollen kun jatkuva tiedonantovelvollisuus edellyttää yhtiöltä vain yksittäisiä tietoja, jää kokonaisuuskuva yhtiöstä muodostumatta ajallisesti päätkynyt liiketoimintaprosessin vuoksi.

Arvopaperimarkkinoilla luottamus ilmenee paitsi yksityisen sijoittajan luottamuksena yhtiön julkistamiin tietoihin, yhden osapuolen luottamuksena toiseen osapuoleen sopimuksensisäisissä suhteissa, myös yleisenä markkinaluottamuksen käsitteenä. Voidaan kuitenkin kysyä, onko tarkoituksenmukaista lainkaan tarkastella luottamusta yksittäisiin tietoihin markkinoilla, koska läheisyystarkastelun välttämättömät edellytykset eivät toteudu anonyymeilla arvopaperimarkkinoilla.

”För att ansvar skall medges på en marknad som kännetecknas av att ett bolag sprider information till en närmast obegränsad krets mottagare krävs då en konkret och närliggande relation mellan den oaktsamme informationsansvarige och den förledde – den skadelidande bör på något synbart sätt ha ’trätt in förbindelse med bolaget’ för att åtnjuta rättsordningens skydd – – Saknas faktorer som tyder på att relationen mellan skadevällare och skadelidande har denna närhet kan man inte godta ett generellt investerarskydd grundat på oaktsamhet.”⁶⁵⁵

Tarkastellessaan luottamuksen problematiikkaa *Samuelsson* määrittelee luottamuksen seuraavasti:

”Tillit är den övertygelse jag hyser till någon annans handlande (A) i de fall detta har betydelse för mitt eget val av handlingsalternativ, när mitt val måste fattas innan det är möjligt att kontrollera A:s handlande. Om det å andra sidan finns en kontrollmöjlighet saknar begreppet tillit en väsentlig del av sin innebörd.”⁶⁵⁶

Samuelsson tarkastelee *Dasguptan* esittämää luottamuksen syntymisperustetta⁶⁵⁷ kytkeällä luottamuksen sekä tiedonantajan käyttäytymisen luomiin odotuksiin että yksittäisiin tietoihin sinänsä. Tällaisen merkityksen antaminen luottamukselle voi ratkaista myös eräitä arvopaperimarkkinoilla tyypillisiä ongelmia. Sen sijaan, että edellytettäisiin vain suoraa ja oikeutettua luottamusta yksittäiseen tietoon, voitaisiin perusluottamuksen edellytyksiä tarkastella

⁶⁵⁴ Ratkaisusta yleensä katso *Halila* 1986, 132 ss. Kauppasopimuksen tiedonantovelvollisuudesta myös *Rudanko* 1998, 37–38.

⁶⁵⁵ *Samuelsson*, 310–311.

⁶⁵⁶ *Samuelsson*, 311.

⁶⁵⁷ *Dasgupta*, 51 ss.

markkinoilla myös siten, että luottamus on oikeutettu, kun sijoittaja on sijoittanut tietyn yhtiön arvopaperiin. Toiminnallaan asianomainen on siis osoittanut luottavansa yhtiön julkistamiin tietoihin. Aktiviteetti luo luottamuspresumtion sillä seurauksella, että vaatimus todistetun syy-yhteyden näyttämiseksi on tarpeeton.⁶⁵⁸

6.6 YHTEENVETOA

Prosessinomainen tiedonantovelvollisuus luo sijoittajalle perustellun odotuksen kolmella tavalla: julkistetun tiedon pohjalta, yhtiön aiemmasta toiminnasta syntyneen ennakoitavuuden pohjalta sekä tietyissä erityistilanteissa myös markkinatiedon pohjalta. Sijoittajan yhtiöntietoon kohdistuvat perustellut odotukset ovat kuitenkin myös suhteessa johdon näkemykseen julkistettavan tiedon oletetusta markkinavaikutuksesta. Kuinka paljon johdon tulee kulloinkin kertoa, vai voiko tiedon itseisarvon ikään kuin puhdistaa muiden tietojen kontekstista? Kysymys on tärkeä sisäpiirikysymyksenä. Vastaus on ei: tiedon puhdistaminen asiayhteydestään antaa tulokseksi katkelmallisen ja pirstoutuneen kuvan liiketoiminnasta. Yksittäinen tieto saa todellisen merkityksensä ja olennaisuutensa vasta johdon tulkitsemana ja kokonaisuuden osana. Siksi katsotaan myös perustelluksi, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tilanteessa hallituksen jäsen ei voine käydä kauppaa yhtiön osakkeilla, koska hän on aina paremmin informoitu kuin markkinat. Yhtiön johto, johon kuuluvat sekä hallituksen jäsenet että toimitusjohtaja, ovat luottamusasemansa vuoksi erityisesti vastuussa tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta. Tiedonantovelvollisuuteen luottamusasema tuo uuden komponentin, kun lojaliteetti alkaa ohjata tiedottamisvalintoja.

⁶⁵⁸ Samuelsson, 311–312.

7 Lojaliteetti tiedonantovelvollisuuden yhteydessä

7.1 LOJALITEETTI TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN KOMPONENTTINA

Tiedonantovelvollisuus merkitsee erilaista velvollisuutta lojaalille johdolle kuin sellaiselle johdolle, joka ei lojaliteettia tunne. Lojaliteettikysymystä on yleensä tarkasteltu sekä sopimus- että yhtiöoikeudellisena kysymyksenä, mutta harvemmin tiedonantovelvollisuuden yhteydessä. Lojaliteettia koskevassa oikeudellisessa tarkastelussa ei selvästikään aina ole kyetty määrittelemään, mitä lojaliteetilla itse asiassa tarkoitetaan. Ongelmina ovat olleet siihen liittyvä kielenkäyttö ja käsitteet.⁶⁵⁹ Nämä ongelmat kuitenkin vähenevät kun lojaliteettia käsitellään oikeudenaloittain, jolloin sen sisältö saa tukea muista sitä lähellä olevista periaatteista.⁶⁶⁰ Näin lojaliteettiperiaate saa erilaisen käytännön sisälön yhtiöoikeudessa, sopimusoikeudessa ja arvopaperimarkkinaoikeudessa.

Yhtiöoikeudellisena kysymyksenä on lojaliteettivelvollisuutta Suomessa käsitelty hämmästyttävän vähän.⁶⁶¹ Yhtiöoikeudessa lojaliteettivelvollisuus ilmenee fidusiaarivastuuna⁶⁶², erityisenä asemaan tai sopimukseen perustuvana luot-

⁶⁵⁹ Kielenkäytöllisistä ongelmista *Mäkelä*, 47, mainitsee eron lojaliteettiperiaatteen ja lojaliteettivelvollisuuden välillä, joista ensinmainittu on ylemmän tason normi. Sen ilmentymä on hänen mukaansa lainsäädännöksiin perustuvat tiedonanto- yms. velvollisuudet. Sen sijaan periaatteen mukaisen lojaliteettivelvollisuuden sisältö on määriteltävä tapauskohtaisesti. Lojaliteettivelvollisuus-käsitteen käyttö on esitetty rajattavaksi vain niihin tilanteisiin, joiden osalta ei ole löydetävissä täsmällisempää oikeuslähdeopillista perustaa, mutta joissa voidaan vaatia sopimuskumppanin etujen huomioon ottamista, *Halila – Hemmo*, 12.

⁶⁶⁰ *Ämmälä* 1994, 9.

⁶⁶¹ Laajan katsauksen yhtiöoikeudelliseen lojaliteettiin esittää *Dotevall*. Lojaliteettivelvollisuus on *Mähösen* mielestä jäänyt Suomessa vähälle huomiolle sen vuoksi, että sen suhde johdon huolellisuusvelvollisuuteen on jäänyt hämäräksi. Huolellisuusvelvollisuus tarkoittaa huolellisuutta johdon toimien valmistelussa, niistä päättämisessä ja suorittamisessa. *Joutsamoon*, 1988, viitaten *Mähönen* 1998, 233–248, toteaa yksimielisyyden vallitsevan siitä, että angloamerikkalaisen oikeuden fidusiaarivelvollisuuksiin (fiduciary duties) kuuluu yhtäältä huolellisuusvelvollisuus (duty of care), toisaalta lojaalisuusvelvollisuus (duty of loyalty). *Airaksinen – Jauhiainen*, 57, mukaan huolellisuusvelvollisuus kuvaa siten tapaa, jolla johto toimiinsa suhtautuu ja ne toteuttaa. *Easterbrook – Fischel* 1998, 103, tekevät kuitenkin selkeän eron näiden (duty of care ja duty of loyalty) välille: ”It is conventional to draw a sharp distinction between the duty of care (to act as a prudent person does in the management of his own affairs of equal gravity) and the duty of loyalty (to maximize the investors’ wealth rather than one’s own).”

⁶⁶² Fiducia (lat.), luottamus. *Streng* 1955, 288, antaa sanalle myös merkityksen *suusanallisesti tehty sopimus varsinkin omaisuuden luovutuksen yhteydessä*. – Fidusiaarivastuun on katsottu altistavan myös mm. tilintarkastajia, varainhoitajia, pankkeja ja rahoituslaitoksia.

tamuksena, joka luo henkilölle (fidusiaarille) velvollisuuden hoitaa fidusiantin asioita. Yhdysvalloissa fidusiaarisuhdetta kuvaillaan erityiseksi luottamus-suhteeksi, jossa toinen osapuoli taloudellisista, sosiaalisista tai ammatillisista (pätevyys)syistä antautuu toisen ohjattavaksi tai johdettavaksi häntä koskevissa päätöksissä. *Mähösen* mukaan fidusiaarinen lojaalisuusvelvollisuus⁶⁶³ poikkeaa tavallisesta velvollisuudesta täyttää sopimus *in good faith* (hyvässä uskossa) eniten tiukemman velvoittavuutensa osalta, koska kyse on varallisuuden hoitamisesta toisen lukuun. Hyvä usko ei siis fidusiaarisuhteessa riitä, vaan johdon täytyy myös varmistua toimintansa seurauksista.

Sopimusoikeudessa taas lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan velvollisuutta ottaa vastapuolen edut huomioon kohtuullisessa määrin ilman, että sopimuksesta aiheutuvat omat oikeudet kohtuuttomasti vaarantuvat.⁶⁶⁴ Sopimusoikeudessa tiedonantovelvollisuudelle on annettu enemmän merkitystä kuin yhtiöoikeudessa yleensä. Lojaliteetti on sopimusoikeuden laintulkinnassa myös tiedollista yhdenvertaisuutta ja ilmaisee tapaa, jolla sopimusta ylläpidetään. *Taxellin* mukaan tiedonantovelvollisuus onkin lojaliteettivelvollisuuden erityisvelvollisuus. Vaikka yleinen lojaliteettivelvollisuus koskee kaikkia sopimus-suhteita, sen intensiteetti on arvioitava sopimustyyppikohtaisesti.⁶⁶⁵ Esimerkiksi luottosopimuksen kyseessä ollen fidusiaarilla on täysi vastuu juuri tiedon julkistamisesta:

”There are two approaches to liability where lender, acting as the borrower’s fiduciary, fails to disclose relevant facts to the borrower. The first is the direct approach. A *fiduciary has duties of loyalty and full disclosure*. A fiduciary who breaches an obligation of full disclosure is liable for damages which result.

A second approach to achieve a similar result is to couch a fiduciary’s nondisclosure as fraud. Fraud comes in two varieties, misrepresentation of material fact and failure to disclose a material fact.”⁶⁶⁶

Muukkonen haluaa kuitenkin pitää sopimuksen tekemiseen liittyvän yleisen tiedonantovelvollisuuden erillään lojaliteettivelvollisuudesta. Jos tapauksen oi-

⁶⁶³ *Mähönen* 2001, 188–189, erottaa yhtiöoikeudellisessa kysymyksenasettelussa lojaalisuusvelvollisuuden huolellisuusvelvollisuudesta. Edellinen tarkoittaa hänen mukaansa toimimista hyvässä uskossa yhtiön eduksi, jälkimmäiseen hän liittää fidusiaarisuuden, jossa on kyse varallisuuden hoidosta toisen lukuun. Ks. myös *Cooter – Freedman*, 1045–1075.

⁶⁶⁴ *Mähönen* 2001b, 113.

⁶⁶⁵ Lojaliteettivaatimukseen sisältyvä tiedonantovelvollisuus sisältyy eri vahvuisena yrityksen eri tilanteissa (”eri sopimustyypeissä”, ks. *Taxell* 1977, 149). Jo nyt on säädetty erityisiä velvoitteita silloin, kun on kysymys yhtiön listautumisesta sekä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden (tilinpäätös, osavuositarkastukset) kohdalla erityisesti. Lisäksi muita erityistilanteita, jotka täyttävät erityistilanteiden informaatiovaatimusten piirteet, ovat yhtiön liiketoiminnan siirtyminen uusille aloille, yritysosto- ja myyntitilanteet ja strategian muutokset.

⁶⁶⁶ *Hellmuth*, 22.

keudellisessa arvioinnissa on kysymys tiedonantovelvollisuudesta ja sen täyttämisestä, siihen ei *Muukkonen* mielestä pidä ”sotkea” lojaliteettia, vaikka tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi on kysymys myös toisen osapuolen intressien huomioonottamisesta.⁶⁶⁷ *Muukkonen* tarkoittanee, että vaikka lojaliteettiin kuuluu tiedonantovelvollisuus, se ei merkitse, että suhde olisi aina olemassa myös toisin päin, että siis tiedonantovelvollisuus aina kuuluisi myös lojaliteettiin. Tiedonantovelvollisuus voisi siten toteutua itsenäisenä ilman lojaliteettiäkin. Näin varmaan onkin, jos tiedonantovelvollisuutta toteutetaan formaalisesti oikein ilman yhteyttä tiedonantovelvollisuuden perimmäiseen tavoitteeseen, tiedolliseen yhdenvertaisuuteen. *Muukkonen* kuitenkin toteaa, että mitä enemmän sopimussuhde edellyttää osapuolten yhteistoimintaa, sitä ankarammin lojaliteettivelvollisuutta tulee arvioida. Siksi on kysyttävä, mikä merkitys lojaliteetilla on luottamukseen ja osapuolten yhteistoimintaan perustuvilla arvopaperimarkkinoilla.

Sopimuslojaliteettiajatuksen liittyvää tiedollista yhdenvertaisuutta ei voida suoraan soveltaa arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen kuitenkaan sen vuoksi, että osapuolten edut ovat aina epäsuhdassa eikä osapuolten yhteistoimintavaiheita tai eturistiriitoja voi jatkuvasti tarkastella.⁶⁶⁸ Osakkeenomistajan etua vastassa on aina myös yhtiön, johdon oma ja vielä usein hallituksessa edustettuna olevan enemmistöomistajankin etu, jotka kaikki voivat erota toisistaan. Siksi arvopaperimarkkinoiden lojaliteettiperiaatteelle on kehitettävä uusi tulkinta.

Arvopaperimarkkinaoikeudessa lojaliteetti antaa sisällön ja hengen tiedonantovelvollisuudelle. *AML:n tiedonantovelvollisuudessa lojaliteetti on oleellinen komponentti* ja moottori tilanteissa, joissa tiedottamista ei ilman lojaliteettia lainkaan tapahtuisi. Ilman lojaliteettikäsitettä jotain keskeistä jäisi sen vuoksi puuttumaan tiedollisen yhdenvertaisuuden tavoitteista.⁶⁶⁹

Arvopapereiden oston ja myynnin⁶⁷⁰ vaikuttimena ajatellaan olevan uusi tieto, minkä vuoksi on selvää, että lojaliteetti ja informaatio liittyvät tässä tutkimuksessa yhteen. Tiedonantovelvollisuuden lojaliteettiongelma aiheutuu siitä, että toinen osapuoli on varsinkin omistukseltaan hajautuneessa yhtiössä

⁶⁶⁷ *Muukkonen* 1993, 1044–1045.

⁶⁶⁸ *Halila*, 47, korostaa, että on tärkeä tehdä ero lojaliteettivelvoitteen osalta silloin, kun se liittyy sopimuksen tekovaiheeseen ja sen jälkeiseen aikaan. Tähän hän on päätenyt siksi, että lojaalisuusvelvollisuuden tarkastelussa on erotettava ne tilanteet, joissa osapuolten edut ovat selvästi ristiriitaiset, ja ne, joissa sopimuksen tekemisen jälkeen kummankin tulee myös valvoa toisen etua.

⁶⁶⁹ Vrt. VakSopL 5–10 §:n tiedonantovelvollisuutta korostava kohta, jossa lojaliteettiperiaate on saanut ilmaisunsa (*Taxell* 1977, 150). Huolellisuusvelvoite on tiedonantovelvollisuudessa kuten muissakin velvollisuuksissa ilmaisu tavasta, jolla velvoitteita toteutetaan. Tiedonantovelvollisuudessa se merkitsee edellytysten luomista velvoitteen toteuttamiselle (esim. dokumentointi ja muista valmiuksista huolehtiminen).

⁶⁷⁰ Näihin liittyy vanhastaan yhdysvaltalaisessa oikeuskäytännössä lojaliteettirikkomusten käsittely, *Dotevall*, 267.

anonyymi eikä oikeudensaajaa voida helposti personifioida. *Lojaliteettivaatimus johtuu siten siitä tiedollisesti epäarvoisesta asemasta, johon anonyymi osakkeenomistaja alistuu antaessaan johdolle tehtäväksi johtaa yhtiötä.* Kun hänellä ei ole riittävän kustannustehokkaita keinoja valvoa kaikkia eteen tulevia tilanteita, joissa johto joutuu tekemään tiedotusratkaisujaan, *lojaliteettivelvollisuus toimii ennakolta eturistiriitojen tasaajana.*⁶⁷¹

Myös *Posnerille* lojaliteettivelvollisuus merkitsee ratkaisua informaatiokustannusten epätasaisuuden ongelmaan. Se antaa mahdollisuuden palkata toinen, paremmilla tiedoilla varustettu toimimaan omasta puolesta. Asettamalla toiselle velvollisuus toimia lojaalisti, sen sijaan että laatisi hänen kanssaan kirjallisen sopimuksen, vähennetään itsesuojelun kustannuksia.⁶⁷² Taloustieteessä päämies–agentti-teorialla⁶⁷³ tarkoitetaan sopimussuhdetta, jossa toinen osapuoli, päämies, solmii sopimuksen tietyn tehtävän suorittamisesta toisen osapuolen kanssa.⁶⁷⁴ Osapuolet sopivat *sopimuksen tavoitteesta*, mutta myös siitä, että sen toteuttamiseksi tarvittavat päätökset jäävät agentin tehtäväksi. Päämies–agentti-suhteelle on ominaista asymmetrinen informaatio, joka merkitsee, että päämiehellä on huomattavasti vähemmän tietoa kuin agentilla. Päämiehellä ei ole siten mahdollisuutta havaita, tekikö agentti parhaansa hänen hyväkseen.

Lojaliteettisuhde on tällöin kahdensuuntainen, toinen edellyttää lojaliteettia, toinen osoittaa sitä. Jotta päämiehen ei tarvitsisi antautua kokonaan agentin armoille, ongelman ratkaisuksi tulee lojaaliteettivelvollisuus. Päämies edellyttää lojaliteettia, mutta lojaliteetti on toiseen suuntaan myös agentin intressissä: Jos agentti ei kykene antamaan takeita lojaliteetista, ei päämies tee hänen kanssaan sopimustakaan. Normaalitylanteessa lojaliteettia ei voi testata, vaan vasta ristiriitatilanteessa. Ongelmaksi voi tulla, miten agentti kykenee ristiriitatilanteissa osoittamaan lojaliteettia ja toisaalta, mitä takeita päämiehellä on agentin lojaalisuudesta.⁶⁷⁵

⁶⁷¹ Ks. *Easterbrook – Fischel* 1998, 90–92, jotka näkevät lojaliteettivelvollisuuden paitsi eturistiriitojen tasaajana, myös siten, että se korvaa ennakkovalvonnan pelotteella. Vaikka viimeksi mainittu näkemys vaikuttaa kovin amerikkalaiselta eikä pelotevaikutus Suomen oloissa liene merkittävä, se ei käytännössä vähennä lojaliteetin asemaa.

⁶⁷² *Posner*, 113.

⁶⁷³ Ks. esim. *Milgrom – Roberts*, 214, ja *Jensen*, 137, vrt. *Kanniainen – Määttä – Timonen*, 38–39.

⁶⁷⁴ *Toiviainen* 2002, 134–136, on epäillyt päämies–agentti-teorian oikeutusta aikana, jolloin omistuksen laajentuneisuuden perusteella on kyseenalaista, että osakkeenomistajat (kollektiivina) voisivat mitään sopimusta tehdä. Kritiikin taustalla on se, että OYL:n mukaan ”agentit” (johto) joutuvat muun muassa OYL 8:14.1:n ja 9:16:n yleislausekkeiden takia ottamaan toiminnassaan huomioon ensi sijassa *yhtiön edun*. Yhdysvalloissa teoria ei *Toivaisen* mielestä selittävä-nä tai kuvailevana käsittelytapana ole samalla tavalla altis kritiikille. – Kritiikki on monin kohdin osuvaa yhteisöoikeudellisesta näkökulmasta. Arvopaperimarkkinaoikeuden säätelemien julkisten yhtiöiden tilanteisiin kritiikki teorian oikeutuksesta soveltuu niin ikään hyvin, kun se kuvaa johdon suhdetta informaation julkistamiseen. Kahden herran, omistajien ja yhtiön edun, palvele-misen ongelmat kiteytyvät juuri informaatiossa, kun on päätettävä julkistettavan informaation sisällöstä [vrt. johdon vaihtoehtoista, oletettu markkinavaikutus, luku 6.4].

⁶⁷⁵ *Mähönen* 1998, 234. *Kaisanlahti* 1999, 101–103, oikeustaloustieteen näkökulmasta.

Yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden (velvollisuus edistää yhtiön etua⁶⁷⁶) ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden (informaation asymmetrian tasoittamisen) välillä on voimakas keskinäinen jännite. Agentti kokee sen usein ristiriitana, joskus jopa skitsofreenisena kysymyksenä, missä määrin molemmat pitää huomioida. Päämies kokee sen taas ajoittaisena epävarmuutena johdon tiedonjulkistamisen motiiveista. Jos epävarmuus olisi jatkuvaa tai kävisi yli voimien, päämies todennäköisesti luopuisi omistuksestaan, vaikka se ei aina olisi edes järkevää.⁶⁷⁷

Arvopaperimarkkinoiden tiedonsaannin näkökulmasta pelkästään ”sopimus” yhtiön tavoitteesta ei riitä. Kun sijoittaja tekee sijoituksen yhtiöön pääasiassa johdon antamaan informaatioon perustuen, on johdon esittämä liiketoimintakuvaus ja strategia siten vain osa *tavoitetta*, johon osakkeenomistaja sitoutuu ja uskoo myös johdon sitoutuneen. Siksi *tavoitteen toteutumista koskeva jatkuva informaatio on lojaliteettivelvollisuuden noudattamisen perusta*. Johdon tehtävänä on valvoa, että osakkeenomistaja saa yhtiötä koskevan uudenkin (tavoitetta ja etenemistä koskevan) informaation. Lojaliteettivelvollisuuden aktivoivilla ”sopimusehdoilla” ymmärretäänkin tässä tutkimuksessa erityisesti johdon julkistamia tietoja (laajasti ymmärrettynä), joiden pohjalta sijoittaja päättää sijoittaa yhtiöön ja pitää sijoituksensa siinä. Vaikka julkistettuja tietoja ei tietenkään ole yksioikaisesti pidettävä ”sopimusehtoina”, tällä pyritään luonnehtimaan arvopaperimarkkinaoikeudellisen lojaliteetin luonnetta tiedollisen epävarmuuden tasaajana.⁶⁷⁸

Lojaliteetti ilmenee siis siinä, että johto seuraa ja havaitsee, milloin uudet tiedot ovat ristiriidassa sovitun tavoitteen kanssa eli milloin ei ole itsestään selvää, mikä päämiehen etu on. Tavoitteeseen ei lojaliteettivelvollisuuden näkökulmasta saa siten pyrkiä olennaisilta osiltaan keinoilla, jotka ovat täysin risti-

⁶⁷⁶ Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö, 89.

⁶⁷⁷ Suomessa merkittävä osa johdon lojaliteettivelvollisuutta koskevasta kirjallisuudesta on käsitellyt sitä, kenen etuja johdon on toimessaan valvottava. Keskeisesti on nähty johdon tärkeimpänä tehtävä olevan osakkeenomistajien edun valvonta, velkojien ja yhtiön jatkuvuudenkin kustannuksella. Viime aikoina on esiintynyt toisenlaisiakin näkökantoja. Kun yritysjohtaja on tavanomaista osakkeenomistajaa sidotumpi yhtiöönsä, hänen intressissään on valita se vaihtoehto, joka maksimoi yhtiön arvon. *Kaisanlahti* 1999, 97–98.

⁶⁷⁸ *Tala* 1978, 223 ja *Wilhelmsson* 1985, 33 ja 49. Sopimusehdoilla ei tässä tarkoiteta niitä ehtoja, joiden alaiseksi osakkeenomistaja joutuu, osti hän minkä tahansa yhtiön osakkeita. Sijoittaja sitoutuu tiettyyn kaupankäyntijärjestelmään, omistusoikeuden siirtotapaan, maksuaikatauluun ja välittäjän kanssa sovitettuun hintaan. Näille on tyypillistä tietyt vakioehdon tyypilliset tunnusmerkit, joissa ostaja on yleensä tietämätön vakioehtojen soveltamisesta ja ehtojen sisällöstä eikä hänellä ole mahdollisuutta vaikuttaa niiden sisältöön. – Sekin täyttää sen vakioehdolle tyypillisen piirteen, että sisältö ja tietopohja on muokattu toisen osapuolen (ostajan) oikeusasemaa heikentäen ja omaa vahvistaen. *Huhtamäki*, 40. *Tala*, 223. Tiedonantovelvollisuutta täytettäessä on joskus puhuttu siitä, että olisi arvioitava tehdyn sopimuksen merkitys, mutta tämä on jäänyt useimmiten toteutumatta. Sopimuksen vakioehtoja laadittaessa laatijan on omasta aloitteestaan selvitettävä vastapuolelle, joka ei ole ehtojen sisältöön päässyt vaikuttamaan, mitä sopimuksessa sanotaan.

riidassa aiemmin julkistettujen tietojen kanssa. Lojaliteettiin kuuluu *toisen tiedollisen aseman ymmärtäminen* ja sen arviointi, onko toisen hyvä tai välttämätöntä tietää seikkoja, jotka voisivat vaikuttaa hänen arviointiinsa, jos ne tulisivat tietoon. Jos fidusiaarinen lojaliteettivelvollisuus ymmärretään varallisuuden hoitamiseksi toisen lukuun, tulee johdon kääntyä merkittävässä ratkaisussa osakkeenomistajien puoleen ja antaa asia osakkaiden päätettäväksi yhtiökokouksessa.⁶⁷⁹

Koska tiedonantovelvollisuuden lojaliteettikäsitukseen liittyy vahvasti johdon ja osakkeenomistajien välinen luottamussuhde, on hedelmällistä tarkastella *Hirschmanin* kehittämää sosiaalipoliittista lojaliteettikäsitystä.⁶⁸⁰ Sen mukaan lojaliteetti on exitin (luopumisen) ja äänivallan käytön muuttuja. Lojaliteetti tekee johdon exitin epätodennäköisemmäksi ja se antaa myös enemmän tilaa äänivallalle (äänivalta on tässä ymmärretty tiedonantoina, vaikuttamisena, jolla pyritään saattamaan asia toivotulle raiteelle).⁶⁸¹

7.2 LOJALITEETTI TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN TEHOKKUUDEN LISÄÄJÄNÄ

Hirschmanin mukaan äänivallan käyttö ja lojaliteetti ovat sidoksissa toisiinsa. Lojaliteetin kasvaessa kasvaa myös äänivalta. Itse asiassa lojaliteetti on se, joka käynnistää äänivallan käytön ja neutraloi luopumisvaihtoehdon. Lojaliteetin ansiosta kykenevimmat johtajat pysyvät organisaatiossa kauemmin kuin muut. Niinpä sen sijaan, että lojaliteetti olisi jotain irrationaalista, se ehkäisee liiketoiminnan heikentymistä, mikä tapahtuisi ellei lojaliteetin luomaa kynnystä luopumiselle, exitille olisi.⁶⁸²

Jos johdon pitää valita tiedottamisen ja siitä luopumisen välillä, tiedottaminen usein häviää. Tiedottaminen ei häviä sen vuoksi, että se olisi tehoton yhtiön tavoitteiden saavuttamisessa, vaan koska sen tehokkuus riippuu tiedon merkityksestä ja tiedottamisen toteuttamistavasta ja koska tiedottamisen vaikutuksia on joskus vaikea ennakoida. Uusien tiedotuskeinojen käyttö ja markkinoiden vakuuttaminen on erityisen haastavaa kriittisissä ja nopeasti muuttuvissa tilan-

⁶⁷⁹ Näin *Taxellin* 1963, 245, mukaan varsinkin silloin kun yhtiökokouksen tekemän päätöksen toimeenpano sisältäisi olennaisesti suurempia taloudellisia uhrauksia tai muita menetyksiä kuin mitä yhtiökokouksella oli päätöstä tehdessään aiheutta ottaa huomioon.

⁶⁸⁰ Käsitystä voi kutsua sosiaalipoliittiseksi siksi, että *Hirschman* lainaa teoksessaan käsitteistöä ja tutkimusmenetelmiä niin sosiologiasta, taloustieteestä kuin sosiaalipsykologiastakin.

⁶⁸¹ *Hirschman*, 77–80, ei suoraan puhu yhtiön johdosta, vaan organisaation jäsenestä, jolla on valtaa. Hän rinnastaa siihen myös kuluttajan, jolla on valtaa tuotteeseen nähden.

⁶⁸² *Hirschmanin*, 79–80, mukaan epätydyttävässä organisaatiossa lojaali henkilö voi pysyä hiljaa, mutta tuskin kuitenkaan odottamatta, että joku toinen henkilö ja jokin seikka alkaisi muuttaa asioita parempaan suuntaan.

teissa, joissa on kyse suurista taloudellisista arvoista. Jälkeenpäin uudet keinot tuntuvat aina helpoilta ja itsestäänselviltä, vaikka ne olivat vaikeita *ex ante*. Sen vuoksi lojaliteetti auttaa tasapainottamaan tilannetta ohjaamalla valintoja, nostamalla luopumiskustannuksia sekä pakottamalla hakemaan vaihtoehtoisia, luovuutta vaativia tiedotusratkaisuja.⁶⁸³

Toiseksi lojaliteetin hyödyllisyys riippuu myös korvaavan vaihtoehdon läheisyydestä. Silloin kun on useita, kaukana toisistaan olevia tiedotusvaihtoehtoja ja paljon tilaa liikkua eri suuntiin, lojaliteetin merkitys on vähäinen. Mutta *jos harva korvaava vaihtoehto on lähellä, lojaliteetin merkitys on suuri*. On paradoksaalista, että lojaaliteetti toimii tehokkaimmin juuri silloin, kun se näyttää järjettömimmältä, silloin kun organisaatio tai muu toimintaympäristö ei anna aihetta sitoutumiseen. Heikoimmat organisaatiot tarvitsevat lojaliteettia vahvoja enemmän, suuret ja tehokkaat organisaatiot sen sijaan jopa hyötyisivät lojaliteetin laskusta.⁶⁸⁴ Niiden tehokkuus ja konformistisuus muodostuvat helpposti ongelmaksi. Niiden pienikin sana kantaa kauas, usein liian pitkälle: Ei ole harvinaista, että suuren yhtiön on vaikea keksiä riittävän pientä tapaa ilmaista asiansa, koska asia, minkä se julkistaa, tai tapa, jota se käyttää, saavat joskus sisältöään laajemman merkityksen, ja niistä tehdään liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä [tällä voi perustella myös tiedotteen statuksen muuttamista, luku 3.2].

Hirschmanin näkemykset ovat mielenkiintoisia siksi, että ne ovat (kuten hän itsekin tekee) sovellettavissa eri osapuolten toimintamotiiveihin. Mitä *Hirschmanin* lojaliteettinäkemys antaa tiedonantovelvollisuudelle?

- 1) *Tiedottaminen, jolla lojaliteettia varsinkin ristiriitatilanteissa osoitetaan, ei ole naiivia avoimuutta, vaan se voi olla myös mitä suurinta laskelmointia*. Äkkiseltään voisi näyttää siltä, että jos agentti on lojaali, hän on päämiehestä riippuvainen, vain päämiehen tahdoton etäispääte. Asia on kuitenkin päinvastoin. Tosiasiassa lojaliteetti tekee johdosta itsenäisen (varsinkin heikosta hallituksesta riippumattoman) toimijan. Lojaliteettiin verhoutuen johto voi perustella valitsemiaan, omalta kannaltaan myönteisiä tiedotuslinjoja, jotka sitovat koko yhtiön julkistettuihin tietoihin.

⁶⁸³ Se toimittaa tällöin samaa tehtävää kuin tulevien tehtävien aliarvioiminenkin, ”kyvyttömyyttä” nähdä uusia haasteita mahdottomina.

⁶⁸⁴ *Hirschman*, 80–82, perustelee tätä seuraavasti: ”Just as it would be impossible to be good in a world without evil, so it makes no sense to speak of being loyal to a firm, a party, or an organization with an unbreakable monopoly. While loyalty postpones exit its very existence is predicated on the possibility of exit. That even the most loyal member can exit is often an important part of his bargaining power vis-à-vis the organization. The chances for voice to function effectively as a recuperation mechanism are appreciably strengthened if voice is backed up by the *threat of exit*, whether it is made openly or whether the possibility of exit is merely well understood to be an element in the situation by all concerned.”

- 2) *Tiedottaminen on tehokkaimmillaan juuri konfliktitilanteissa.* Äänivallan käytöllä, tiedottamisella voidaan painostaa muita osapuolia omien tavoitteiden saavuttamiseen oikein argumentoimalla ja reviiiriä laajentamalla.⁶⁸⁵ Lojaliteetti ei vaikuta tiedottamisvaihtoehtojen valintaan silloin, kun vaihtoehtoja on runsaasti ja niiden vaikutus on epämääräinen. Sen sijaan jos konfliktitilanteessa korvaava, vähemmän avoin tiedotuksellinen vaihtoehto on lähellä, lojaliteetilla mitataan johdon luotettavuus ja uskollisuus. Tästä samasta syystä johtuu, että tiedottajankin ammattitaito on johdolle kriisitilanteissa vähemmän tärkeä kuin lojaliteetti ja luotettavuus, pelkällä ammatitaidolla kun ei ole virkaa, jos johto ei luota tiedottajaan.
- 3) *Lojaliteetti tiedonantovelvollisuudessa lisää yhtiöiden tehokkuutta ja uusien vaihtoehtojen hakemista.* Arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta se ei ole vain hyväuskoista vähemmistösuojan toteuttamista, vaan yhtiön tehokkuuden lisäämistä, kun valitaan lojaliteettia ilmaiseva tiedotusvaihtoehto⁶⁸⁶. Hieman kärjistäen: Lojaliteettia ilmaistessaan ja paremmin tiedottaessaan yritys löytää itsensä. Se tunnistaa paremmin omat heikkoutensa ja vahvuutensa sekä suuntaa voimavarat paremmin tavoitetta kohti. Vaikka tiedonantovelvollisuuden pakollisuus saattaa olla yrityksille vastentahtoista, se auttaa paitsi markkinoilla varojen suuntautumista tehokkaisiin kohteisiin myös yhtiötä itseään. Selittäessään hankkeita muille yhtiö joutuu ensin selittämään asiat itselleen ja ottamaan kantaa kiistellyihinkin asioihin, joita se muuten ei ehkä haluaisi kohdata.

Lojaliteettia ei juuri tarvita silloin kun kaikki on hyvin, kun vaihtoehdot ovat kaukana toisistaan tai kun muita vaihtoehtoja ei ole näköpiirissä. Silloin myös tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen on helppoa, mutta tehotonta eikä siihen haluta myöskään panostaa: Miksi tiedottaa, kun siitä ei ole hyötyä liiketoiminnassa tai oman reviiirin laajentamisessa?⁶⁸⁷

Tärkein johtopäätös *Hirschmanin* käsityksistä on, että lojaliteetti on olennainen osa arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta. Se on osa johdon ja

⁶⁸⁵ Toisaalta yhtiöt käyttävät tiedonantovelvollisuuden pakollisuutta usein naamiona voidakseen saada tilannekohtaisen yliotteen toisesta osapuolesta. Fuusiotilanteissa on tavallista käyttää esimerkiksi termiä *merger of equals*, jotta asia saataisiin näyttämään tasavertaiselta ja ettei syntyisi vaikutelmaa toisen oikeusaseman heikentymisestä. Tilanne on usein kuitenkin tulkinnanvarainen, mikä ilmenee vasta vähitellen ajan myötä. – Nesteen arvioitiin yllättäneen kesällä 1997 neuvottelukumppaninsa IVO:n julkistamalla fuusiohankkeen ennen kuin asiasta oli sovittu ja pyrkineen näin saamaan tulevassa yhteisyrityksessä määräävän aseman. Julkistamista perusteltiin sillä, että Neste oli pörssiyritys, IVO ei. – Sammon ja Leonian fuusio oli Sampo-vetoinen, ja vastaavasti myöhemmin Mandatum nielaisi Sammon, vaikka vaikutelma alun perin oli päinvastainen.

⁶⁸⁶ Aina ei kuitenkaan ole varmaa, että kohderyhmä tunnistaa osoitetun lojaliteetin, mikä saattaa turhauttaa johtoa.

⁶⁸⁷ Vrt. peliteoreetikot, jotka ovat osoittaneet, että juuri toistuvat tapahtumat lisäävät muistissa olevaa luottamusta.

osakkeenomistajien ja toisaalta yhtiön ja muiden markkinaosapuolten luottamuksen lisäämistä. Luottamusta kasvatetaan tehokkaimmin juuri kriittisissä tiedonantovelvollisuuden toteutustilanteissa, joissa tiedon asymmetriaa helpoimmin esiintyy. Näissä tiedonantovelvollisuustilanteissa lojaali toiminta muodostaa johdolle kustannuksen, joka on välttämätön, jotta luottamus syntyisi.

Dasgupta toteaa ”for trust to be developed between individuals they must have repeated encounters, and they must have some memory of previous experiences. Moreover, for honesty to have potency as a concept there must be some *cost* involved in honest behavior. And finally, trust is linked with reputation, and reputation has to be acquired”.⁶⁸⁸

Tiedonantovelvollisuudella osoitettu lojaliteetti, joka ei ”maksa” sitä osoittavalle johdolle mitään, on epäuskottava eikä synnytä luottamusta. Jos johto vielä erehtyy tällöin eksplisiittisesti esittämään lojaalia (kun siitä ei tosiasiaa ole näyttöä), noudatettu tiedonantovelvollisuuden toteuttaminen kääntyy itseään vastaan ja luottamus faktisesti heikkenee. *Johdon lojaalius näkyy, kun se luopuu jostain tiedosta*, joka yhtiölle tai johdolle itselleen relevantti tai sellaiseksi koettu, ts. se joutuu toteuttamaan tiedonantovelvollisuutta laajemmin kuin vain minimivaatimusten mukaan. Osakkeenomistajat ja sijoittajat huomaavat tämän ja palkitsevat yhtiön osakkeen arvon luottamuslisällä, korkeammalla kurssilla. Mitä useammin lojaliteettia ilmentävät tapahtumat toistuvat, sitä luotettavamaksi tiedottaminen ja yhtiö koetaan.

7.3 LOJALITEETIN MUUTTUVA INTENSITEETTI

Edellä on kuvattu lojaliteetin vaikutusta tiedonantovelvollisuuteen normaali- ja konfliktitilanteessa. Käytännössä kahden ääripään välillä on liukuva asteikko lojaliteettivelvollisuuden saadessa erilaisia ilmenemismuotoja:

”Det är inte möjligt att exakt fixera vad lojalitet egentligen är och hur vid verkningskrets den har. Dessutom existerar det *grader av lojalitet*. Vilka anspråk som i det avseendet kan ställas på parter – – beror på många faktorer, bl.a. parternas möjlighet att själv bevaka sina intressen, avtalets ekonomiska värde – – Avseende kan också fästas vid parternas faktiska möjligheter att handla samt vid deras personliga kvalifikationer – – det krävs mera i fråga om lojalitet av den som är fackman – – än den – – som befinner sig i underläge.”⁶⁸⁹

⁶⁸⁸ *Dasgupta*, 59.

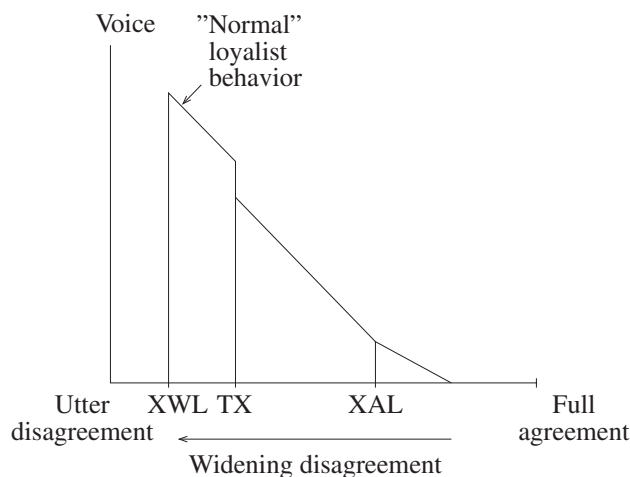
⁶⁸⁹ *Taxell* 1991, 69–70.

Taxell kiinnittää erityistä huomiota lojaliteetin eri asteisiin. Se tarkoittaa paitsi tapoja osoittaa lojaaliteettia myös sen intensiteettiä eri tilanteissa.⁶⁹⁰ *Easterbrook* ja *Fischel*, jotka pitävät fidusiaarivelvollisuutta erityisesti yhtiön ja osakkeenomistajien välisenä vapaaehtoisena, avoimena suhteena, näkevät myös sen hyödyt ja velvollisuudet erilaisina eri tilanteissa.

”Fiduciary duty thus means the same thing but also different things: the same thing because in each area of law requires fiduciaries to do the efficient thing, what rational parties would have agreed ex ante; but also different things because in different settings, rational parties would agree to different things.”⁶⁹¹

Hirschman kuvaa lojaliteettia kaavion avulla.

Kaavio 7. Lojaali käyttäytyminen erimielisyyden kasvaessa organisaatiota kohtaan



⁶⁹⁰ *Hamilton*, 822 ss., näkee lojaaliteettivelvollisuuden rikkomisen aktualisoitumisen *Hirschmania* paljon rajautuneemmin ja pragmaattisemmin. Näin käy *Hamiltonin* mukaan neljässä tapauksessa: (1) yhtiön ja sen johtoon kuuluvan välisissä oikeustoimissa (self-dealing); (2) sellaisten yhtiöiden välisissä oikeustoimissa, joiden johtoon kuuluu sama henkilö tai samat henkilöt (interlocking directors); (3) kun yhtiön johtoon kuuluva käyttää omaksi hyväkseen sellaista liiketoimintamahdollisuutta, jota voitaisiin käyttää yhtiön eduksi (corporate opportunity); ja (4) kun yhtiön johtoon kuuluva kilpailee yhtiön kanssa yhtiön toimialalla (competition with corporation).

⁶⁹¹ *Easterbrook – Fischel* 1993, 425 ss. Lojaliteetti toteutuu eri tavoin eri ammateissa ja tilanteissa.

Vaaka-akseli mittaa organisaation toiminnan laatua ääripäinään tilanteet, joissa henkilö on täydessä yksimielisyydessä vs. erimielisyydessä yhtiön kanssa. Pystyakseli mittaa henkilön äänivallan määrää vastauksena eriasteisiin ristiriitoihin. Jossain vaiheessa organisaation alkaessa kulkea ”väärään” suuntaan, henkilö alkaa käyttää äänivaltaansa oikaistakseen suunnan. Äänivallan käyttö lisääntyy erimielisyyden kasvaessa. Etäisyys pisteiden XAL–XWL:n välillä kuvaa tilanteen huononemista sinä aikana kun agentti harkitsee luopumista ja käyttää luopumisen uhkaa painostaakseen organisaatiota muuttamaan toimintaansa. Jos asiat alkavat agentin mielestä mennä väärään suuntaan, ristiriita voi saavuttaa pisteen, jossa agentti luopuu leikistä ilman lojaliteettia (XAL-point of eXit in the Absence of Loyalty). Jos agentti on lojaali, lojaliteetti jarruttaa luopumista. Lojaali agentti ei luovu leikistä, mutta hänelle tapahtuu jotain: hän on akuutisti onneton ja saa vatsanväänteitä (Bauchschmerzen, bellyaches). Tavallisesti hän alkaa käyttää äänivaltaansa voimakkaammin, pakottautuu etsimään uusia näkökulmia ja vaihtoehtoja, ajaa ja perustelee asiaansa pontevammin ja pyrkii vaikuttamaan ratkaisuihin. Jos erimielisyyttä siitä huolimatta edelleenkin syvenee, luopumisvaihtoehto vahvistuu (TX-point of Threat of eXit). Hän puhuu luopumisvaihtoehdosta, jos hän uskoo sen tehostavan äänivaltaansa. Mikäli tilanne jatkuu, äänivalta voimistuu kunnes se saavuttaa pisteen, jossa luopumispäätös syntyy (XWL-point of eXit With Loyalty). Etäisyys pisteiden XAL ja XWL välillä kuvaa lojaliteetin vaikutusta äänivallan määrään.⁶⁹²

Hirschman yhdistää nyt lojaliteetin eri vaiheet *vaikuttamiskeinojen etsimiseen*. Vaikuttamiskeinoja on luonnollisesti monia, mutta tiedottamista voidaan näistä keinoista pitää yhtenä voimakkaimmista sen tuoman julkisuuden vuoksi ja siksi, että sen ulkopuolisille luomasta kuvasta on peräti hankala perääntyä. *Hirschman* tervehtiikin lojaliteettia äänivallan voimistajana (ja samalla luopumisvaihtoehdon siirtäjänä) ja jopa monien organisaatioiden pelastajana.

Kaikki tilanteet eivät tietenkään pääty luopumiseen, mutta on tärkeää nähdä lojaliteetin ratkaiseva merkitys tiedottamiskeinojen ja muiden vaihtoehtojen valinnalle ja siten organisaatioiden tehokkuudelle. *Hirschmanin* kuvauksesta käyvät selvästi ilmi myös ristiriidat, jopa fyysiset tuntemukset lojaliteetin toteuttamisessa. Voidaan siis sanoa, että mitä lojaalimpaa osapuolen toiminta on, sitä enemmän se kärsii, mutta samalla myös sitä tehokkaampaa on toiminta. Lojaliteetin ilmentämä tiedottaminen ja sen mukanaantuoma julkisuus ovat siis tehokkuuden yksi tae.

Vaikka *Hirschman* näkee lojaaliuden ensi sijassa äänivallan voimistajana, vatsanväänteiden voi kuvitella olevan pahat myös ja erityisesti silloin, kun äänivaltaa ei voi käyttää, kun johto on estynyt olosuhteiden pakosta kertomasta tilanteen todellisuudesta ja joutuu pitämään sen sisällään. Näin tiedonantovel-

⁶⁹² *Hirschman*, 87–89. (Värikäs kielenkäyttö vatsanväänteistä on *Hirschmanin* oma.)

vollisuudessa lojaliteetin yksi ilmaus ei olekaan avoin tiedottaminen ja äänival-
lan käyttö, vaan juuri päinvastainen toiminta, vaitiolo. Hiljaa oleminen, kuten
myöhemmin osoitetaan, voi olla ilmaus passiivisuudesta, tekemättä jättämisestä,
mutta myös osoitus lojaliteetista, kun päämiehelle ei haluta aiheuttaa vatsan-
väänteitä. Vaitiolo nähdään nyt johdon ”palkkaetuihin” kuuluvana kärsimyksenä.
Johdon yksi rooli tiedottamisessa onkin *imeä* organisaation ja liiketoimintaym-
päristön tuskaa sisäänsä, ja *suodattaa* sieltä ulos vain sellainen tieto, joka auttaa
yhtiötä sen asettamien tavoitteiden saavuttamisessa. Se on myös osakkeenomis-
tajien ja markkinoiden etu. Tällöin liika avoimuus ei ole haitallista vain kilpai-
lullisista, vaan myös yhtiöön itseensä liittyvistä syistä. Jos sijoittaja näkee
johdon luotsaavan yhtiön hiljaa olemisestaan huolimatta ulos vaikeuksista,
myös sijoittajan luottamus johtoon kasvaa entisestään.⁶⁹³

Lojaliteetin liittäminen tiedonantovelvollisuuteen tuo vastapainoa myös pis-
temäiselle tiedonantovelvollisuuskäsitykselle. Kun pistemäinen tiedonanto-
velvollisuus toteutuu vain ajoittain, lojaliteetti on otettava huomioon jatkuvasti
ja erityisesti silloin, kun ristiriitoja alkaa ilmetä.

7.4 ANKARA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Edellä on todettu sopimuslojaliteettiajatuksen sisältämän tiedollisen yhdenver-
taisuuden perusteella, että tiedonantovelvollisuus koskee tietoja liikkeeseen-
laskijasta sopimusta edeltävässä sijoitusvaiheessa ja tilannetta ”sopimusaika-
na”. Tehdessään sopimuksen yhtiön kanssa eli ostaessaan osakkeita sijoittaja itse
asiassa siis ”sopii” yhtiön kanssa siitä, että yhtiön johto kehittää yhtiötä siihen
suuntaan, kuin se on strategiastaan ja tuotealoistaan kertonut. Sijoittaja sijoittaa
varojaan olettaen, että yhtiön toiminnastaan antamat tiedot ovat oikeita [tavoit-
tetta koskevasta informaatiosta lojaliteettivelvollisuuden perustana, luku 7.1].

Bygglinin mukaan yritysjohtajan vastuun perustaksi riittäisi pelkkä spe-
kulaatio, jos hän laajentaa toimintaansa uusille alueille. ”När det gäller
spekulation, som enligt definition tar sig uttryck i ökad risk, vore jag
benägen att anse att planering och beredning, skicklighet och erfarenhet
inte i regel kan ursäka en medvetet tagen risk.” *Bygglin* rajoittaa ehdo-
tuksensa sellaiseen riskinottoon, joka koskee muuta kuin yhtiön aikai-
semmin harjoittamaa toimintaa.⁶⁹⁴ Joskus liiketoiminnan laajentuminen

⁶⁹³ Ongelman aiheuttaa ”hyvän” vaitiolon erottaminen ”haitallisesta” vaitiolosta. Selitykseksi voi
joskus kelvata yhtiön etu, mutta usein se on liian heikko perustelu ex post juuri johdon informaa-
tioylivoiman vuoksi. Avuksi voi tulla johdon perusteltu odotus, jota voitaisiin käänteisesti tarkas-
tella sijoittajan perusteltuun odotukseen nähden.

⁶⁹⁴ *Bygglin*, 100–112. Vrt *Kaisanlahti* 1999, 101. *Savelan*, 236, mukaan ”the shareholders should
be allowed a right to request that the board be prohibited from implementing its decision, as long
as it has not already been carried out – In addition, an action to seek injunction in order to forbid

uusille maantieteellisille alueille voi kuitenkin olla riskialttiimpaa kuin laajentaminen täysin vieraalle toimialalle.

Tiedonantovelvollisuuden intensiteetti, jolloin lojaliteettia edellä kuvatulla tavalla voidaan osoittaa, voi vaihdella ainakin kolmella eri tarkasteluhetkellä:

- 1) hetkenä, jolloin sijoittaja sijoittaa panoksensa yhtiöön (ensimarkkinoiden sijoittamis/sopimusajankohtana tiedon pohjana on tarjousesite)⁶⁹⁵
- 2) suhteen kestäessä jälkimarkkinoilla, jolloin yhtiön velvollisuus on pitää jatkuvasti esillä ajankohtaiset ja (tarjousesitteen pohjalta) päivitetty tiedot, sekä
- 3) laissa ja pörssin ohjeissa tunnistetuissa ongelmatilanteissa.

Arvopaperimarkkinoiden hinnanmuodostuksen on teoriassa katsottu olevan vahva, keskivahva tai heikko, millä tarkoitetaan sitä, kuinka tehokkaasti markkinat toimivat.⁶⁹⁶ Tietyissä tilanteissa markkinat ovat vahvat, välillä heikot. Siksi myös tiedonantovelvollisuuden pitäisi olla eri tilanteissa ankarampaa kuin toisissa.⁶⁹⁷ Tiedonantovelvollisuuden toteutumista voidaan pitää yllättävänä silloin, kun sitä on ollut mahdotonta ennakoida, jolloin yhtiön toimintaa olisi arvioitava lievemmin. Nykyisin kaikki tilanteet on asetettu samanlaisen tarkastelun alaiseksi ilman erityisvelvoitteita.

the board to take certain action should be possible if there is a foreseeable risk that the action would cause damage to the company.” – *Posner*, 183, on puolestaan esittänyt, että vahingonkorvauksen syy-yhteyksysymykset tulisi arvopaperimarkkinoiden olosuhteissa liittää lähinnä vahingonkoriskin kasvamiseen, mikä on johtanut *Rudangon* 1998, 370, kysymään, mikä kuuluu sellaiseen markkinariskiin, joka ei ole sinänsä vastuuperuste, mutta jonka kasvattaminen johtaa vastuuseen. *Rudanko* on valmis erottamaan ”perusriskiin” kuuluvat seikat (kuten omistusrakenteen muutosten vaikutukset arvopaperin arvoon) sellaisista tilanteista, joissa markkinoille on annettu väärää informaatiota tai tiedonantovelvollisuutta on muuten rikottu.

⁶⁹⁵ Kauppalain 17 §:n 2 momentin 2 kohdan mukaan myyjällä on velvollisuus antaa tietoja myymänsä hyödykkeen käyttötarkoituksesta ja soveltuvuudesta ostajan käyttöön. Tätä soveltaen yritys on osakeannin yhteydessä velvollinen ilmoittamaan kohteen, mihin osakeannista saadut varat aiotaan kohdistaa. Käytännössä yritykset ovat soveltaneet tätä vaatimusta melko ylimalkaisesti (esim. puhumalla nykyisen strategian vahvistamisesta). Osakkeenomistajan tulisi tämän pohjalta harkita soveltuvatko yhtiön tarkoitukset alkuperäiseen sijoitustarkoitukseen ja -strategiaan.

⁶⁹⁶ Ks. esimerkiksi *Fama* 1970, 383 ss. Kotimaisista *Kanto* – *Tuovila* 1990, 125 ss.

⁶⁹⁷ Vrt. rakennuttajan tiedonantovelvollisuuden muuttuminen tilanteen mukaan, *Halila*, 42. KKO 1990: 73, KKO 1991:75, KKO 1992:50. – Suomen vakiosopimuksia koskevassa lainsäädännössä kuluttajan velvollisuuksia lisäävän ja oikeuksia vähentävän ehdon kiellon pääsääntöä täydentää yllättäviä ja ankaria ehtoja koskeva erityissääntö sekä sitä koskevat tulkintasäännöt. Vakiosopimusten ehdot on katsottu kokonaan vailla sitovuutta oleviksi, jos ne ovat osoittautuneet yllättäviksi ja ankariksi. – Yllättävinä pidetään ehtoja, jotka epätavanomaisuutensa johdosta tai muusta syystä koetaan yllätyksellisiksi. Sopimustekstiin piilotetut ehdot, jotka eivät ole epätavallisia, mutta joita tiettyssä sopimuksessa on vaikea havaita, voivat olla myös yllättäviä. *Bernitz* 1987, 30. Ks. myös *Wilhelmsson* 1985, 62–63 ja *Hoppu* – *Routamo*, 45–46. Ankarina ovat ehdot, jotka asettavat laatijan vastapuolen oleellisesti huonompaan asemaan kuin missä hän olisi vallitsevan kauppatavan tai tahdonvaltaisten lainsäädännösten perusteella muuten ollut.

Nykyisin tiedonantovelvollisuussääntö on, tunnistettuja erityistilanteita lukuunottamatta, kaikissa tilanteissa samanlainen. Yhtiön ”vakuus” osakkeenomistajalle on tietoa yhtiöstä.⁶⁹⁸ Jotta osake voidaan aina hinnoitella oikein, on välttämätöntä, että yhtiöstä on olennaiset tiedot aina tarjolla sijoittajille. Näin tiedonantovelvollisuuden ankaruusluokitus kohdistuisi, ei yksin olennaisiin tietoihin, vaan myös tiedon taustoihin ja ymmärrettävyyteen [ks. ymmärrettävyydestä lähemmin luku 4.3.1].

Sponda ja Castrumin vähemmistöosakkaat kiistelivät välimiesoikeudessa Castrumin osakkeiden ja optioiden lunastushinnoista. Sponda tarjosi osakkeilla tehtyjen kauppojen perusteella määräytyvää hintaa. Vähemmistöosakkaat taas olisivat käyttäneet käyvän hinnan määrittelyssä Castrumin substanssiarvoa, koska kauppa osakkeilla oli ollut niin pientä, ettei käypää hintaa sitä kautta löytyisi ja menettely johtaisi väärään lopputulokseen ja siihen, että Spondan toteuttamalla osakevaihtosopimuksilla on vältetty aidon markkinahinnan muodostuminen. Castrum oli hakenut Ratalta poikkeuslupaa, jonka mukaan välitilinpäätöstä ei tarvitsisi enää julkaista ajalta 1.1.–31.3.2001. Rata antoi 5.4.2001 luvan edellyttäen kuitenkin, ettei se vaaranna sijoittajan asemaa. Vähemmistöosakkaiden mielestä sijoittajan asema nimenomaan vaarantui, kun he eivät saaneet tarvitsemaansa tietoa yhtiön taloudesta juuri silloin, kun sitä tarvittiin, lunastushetkellä. Riita ratkesi pienosakkaiden hyväksi.⁶⁹⁹

Siksi voitaneen edellyttää, että juuri ajankohtaiset tiedot yhtiöstä on aina oltava sijoittajan saatavilla, jotta hän voi vakuuttua kulloisestakin tilanteesta. Pörssi-yhtiöt ylläpitävät sijoittajia varten verkkosivuillaan julkistetut pörssitiedotteet, viimeisen vuosikertomuksen ja osavuositarkastukset, kun sen sijaan alku-peräinen (jo vuosiakin vanha) tarjousesite, jossa lähtökohtaiset perustiedot on esitetty, ei ole saatavilla tai se on vanhentunut. Sopimuksen kestäessä sijoittaja joutuu sitä heikompaan asemaan, mitä pienempi hänen sijoituksensa on, koska hän jää vaille pankkiiriliikkeidenkin analyyssejä.⁷⁰⁰

Jos arvopaperimarkkinoilla otetaan edellisessä esimerkissä kuvatulla tavalla lähtökohdaksi se, että ostajalla eli sijoittajalla on aina oltava saatavissa laaja informaatio yhtiöstä, jonka osakkeita hän ostaa, on looginen johtopäätös se, että joissain tilanteissa on tästä erityisesti huolehdittava. Siksi voitaisiin ankari-

⁶⁹⁸ Riskin eliminoinemiseksi on luottokäytännössä tavallista, että panttivelkoja sisällyttää luotto- ja/ tai panttaussopimukseen nimenomaisen klausuulin, jonka mukaan hän on odotusvaiheessa oikeutettu milloin tahansa vaatimaan lisävakuutta, mikäli vakuus on hänen arvionsa mukaan mistä syystä tahansa käynyt riittämättömäksi. Vrt. tiedonantovelvollisuuden ajallisesta ulottuvuudesta esimerkiksi takauksesta ja vierasvelkapanttauksesta annettu laki (361/1999 TakL 12§, 13§, 14§).

⁶⁹⁹ *Kauppalehti* 16.11.2001: Castrumin lunastushinnasta syntyi kiista.

⁷⁰⁰ Jäännöstilanteessa taas, esim. lunastushinnan määräytymistilanteessa esillä on pidettävä tietoja, jotka ovat vaikuttaneet lunastushetkellä (ks. yllä Castrumin ja Spondan välinen menettely tammikuussa 2002, välimiesoikeuden ratkaisu).

na tilanteina pitää nyt erityistilanteina säänneltyjä tilanteita, esimerkiksi yritys-ostoja, yhtiön olennaisten osien myyntiä tai huomattavan suuria investointeja. Näissä tilanteissa yhtiön edun ja osakkaiden edun arviointikysymys on keskeinen (yritysjärjestelyt, suuret omistajavaihdokset). Tällöin vaadittaisiin *ankaraa tiedonantovelvollisuutta*.

Tällainen laajempi ja erityissäännelty tiedonantovelvollisuus on tähän asti liitetty ainoastaan tilanteisiin, joissa tapahtuu osakevaihtoja. Pakko ns. fuusio-esitteen laatimiseen on olemassa, vaikka nykyisin normaalitilanteeksi käsitetty yrityksen olennaisen osan myynti sisältää käytännössä omistuksen näkökulmasta lähes saman asian ilman osakevaihtoaakin. Siksi tällöin tulisi ottaa *de lege ferenda* harkittavaksi erityisen *yritysjärjestelyesitteen* laatiminen. Ankarissa tiedotustilanteissa on sijoittajaa uhkaava menetys tai vastaavasti kasvava arvonnousu verrattuna omaan intressiin ja tarvittavan tiedonhankinnan rasittavuuteen suhteellisesti suuri. Tällöin yhtiön tulisi huolehtia aktiivisesti paitsi osakkeenomistajien moni- ja tasapuolisesta tiedonsaannista myös tiedon oikeintulkinnasta (esim. yhtiökokouksen avulla).⁷⁰¹

Lojaliteettivelvollisuuden tutkimuksessaan *Muukkonen* esittää määritelmällisesti, että sopijapuolten ei ainoastaan tule ottaa huomioon toisen sopijapuolen etua vaan myös *valvoa sitä*.⁷⁰² Arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen tämä on sovellettavissa ainakin siten, että tiedoiltaan vahvemman (siis yleensä yhtiön) tulisi ottaa lähtökohdaksi kaikessa tiedon julkistuksessaan se, mitä tietoja yhtiö on aiemmin julkistanut ja mitä tietoja niiden pohjalta osakkeenomistajalla on oikeus yhtiöltä edellyttää. Osakkeenomistajalle ei sen vuoksi tulisi asettaa kohtuutonta selonottovelvoitetta siitä, mihin kokonaisuuteen uusi tieto liittyy.⁷⁰³

Johdon lojaliteetti edellyttää, että se tiedoiltaan vahvempana näkee kokonaisuuden ja *huolehtii* siitä, että markkinoilla on mahdollisuus muodostaa kokonaiskuva yhtiön tilanteesta.

⁷⁰¹ Panttioikeudellisessa odotusvaiheessa on toimittava aktiivisestikin vastapuolen tietyn pantti-intressin suojelemiseksi, jos tarvittava aktiviteetti rasittavuudeltaan tms. ei suhteutettuna vastapuolen intressin arvoon, ylitä olosuhteisiin nähden kohtuullisena pidettävää toimintaa. *Havansi* 1992, 308. Tietysti joissain tilanteissa yhtiön intressissä saattaa käänteisesti olla juuri se, että tietoa ei tulkita markkinoilla oikein tai että sen todellisen arvon ymmärtävät vain jotkut. *Havansi* 1992, 309.

⁷⁰² *Muukkonen* 1975, 357 ss., mukaan, vaikka näin ilmaistu lojaliteettivelvollisuus vaikuttaa epämääräiseltä, ei ole syytä epäillä lojaliteettivelvollisuuden olemassaoloa.

⁷⁰³ Rakennusurakassa on sovellettu periaatetta, jonka mukaan vastapuolen suoritushäiriöistä on ensin reklamoitava, ennen kuin pitemmälle menevät seuraamukset tulevat kysymykseen. *Rudanko* 1989, 43. – Rakennusurakan suoritushäiriön seuraamusmenettelyä ei kuitenkaan voida arvopaperimarkkinoiden puolella soveltaa siten, että osakkeenomistajalla olisi oikeus vaatia korvausta, ellei hän olisi ensin reklamoinut asiasta ja että yhtiöllä olisi voinut julkisesti korjata/tarkentaa antamaansa informaatiota. Tämä ei voi tulla kysymykseen sen vuoksi, että osakkeenomistaja on saattanut jo kärsiä vahingon, jos hän on puutteellisilla tiedoilla ostanut osakkeita. Tällöin reklamointi ei enää auta.

Arvopaperimarkkinaoikeuden lojaliteettiperiaate toteutuu ensi sijassa tiedonantovelvollisuudessa.⁷⁰⁴ Lojaliteetti on osa tiedonantovelvollisuutta, koska tiedotteen sisältämät tiedot ovat pohja markkinaosapuolten väliselle ”sopimukselle” yhtiön strategian mukaisen tavoitteen täyttämisestä.

Lojaliteetti on tiedonantovelvollisuuden oleellinen komponentti. Varsinkin ristiriitatilanteissa tiedotuksen teho jää heikoksi ilman lojaliteettia. Lojaliteetti käynnistää toiminnan. Tiedotuksen tehokkuus riippuu paitsi sanoman selkeydestä, usein myös uusista, yhtiön muutosta edesauttavista ja joskus vaikeasti toteutettavista vaikutuskeinoista. Normaalitytilanteessa lojaliteettia ei välttämättä edes kysyä, vaan se pääsee esille vasta merkittävässä tiedotustilanteissa. Lojaliteetti voi ilmetä kuitenkin myös laskelmointina, jolloin tiedottaminen on tehokkaimmillaan yhtiön johdon, osakkaiden tai markkinaosapuolten konfliktitilanteissa. Näin lojaliteetti lisää paitsi tiedottamisen, myös yhtiön tehokkuutta. Lojaliteetin tuoma tehokkuuslisä osoittaa myös, että tiedottamisen tehokkuus toteutuu eri intensiteetillä eri tilanteissa. Siksi merkittävässä yhtiön muutostilanteissa tiedonantovelvollisuuden tulisi olla ankaraa.

Yhtiön voi olla vaikeaa osoittaa lojaliteettia anonyymejä osakkeenomistajia ja anonyymiä markkinaa kohtaan, elleivät muut markkinaosapuolet suhtaudu markkinaluottamuksen säilyttämiseen vastaavalla vakavuudella [ks. median-tieto luku 4.5]. Myös muilta osapuolilta voidaan odottaa lojaliteettia markkinoita kohtaan, muuten on olemassa vaara tiedon arvon vääristymisestä lyhytjänteisen eduntavoittelun seurauksena. Muiden lojaliteetti markkinoita kohtaan ilmenee esimerkiksi kieltäytymisenä harhaanjohtavan tiedon tai huhun levittämisestä.

7.5 TIEDOTUKSEN PISTE- JA PROSESSIKÄSITYKSEN TARKASTELU SAMAA KRITEERISTÖÄ KÄYTTÄEN

Edellä on tarkasteltu, kuinka passiivisen tiedonmuodostuksen kautta syntyy dokumentoimatonta yhtiötietoa. Tällaista tietoa ei ole julkistettu ja siten dokumentoitu pörssin edellyttämällä tavalla. Tällainen tieto toimii tärkeänä sidoksena yksittäin julkistettujen pistemäisten tietojen välillä. Ilman tätä sidosta ei ole mahdollista luoda kokonaiskuva yhtiön toiminnasta. Siksi passiivista tiedonmuodostusta on tarkasteltava *samojen tiedonantovelvollisuuden kriteerien* läpi kuin aktiivistakin tiedonjulkistusta. Yhtiön tiedotus on yksi kokonaisuus eikä sitä voida oikeudellisesti jaotella esimerkiksi pörssitiedottamiseen, sisäiseen tiedottamiseen ja tuote- tai markkinointiviestintään. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen vastuu ulottuu kaikesta yhtiön tiedottamiseen.

⁷⁰⁴ Se voi toteutua myös hyvän tavan mukaisena menettelynä arvopaperikaupassa (AML 4:1§) ja huolellisuutena arvopaperinvälittäjän toiminnassa (AML 4:4.1§).

Lainkäytön yhdenmukaisuus ja ennakoitavuus ovat keskeisiä oikeuskäytännön tavoitteita. Niiden saavuttamisen tiellä on kuitenkin monia esteitä, joista yksi on ihmisten ajattelun kategoriasidonnaisuus. Sääntely keskittyy luonnostaan tarkastelemaan vain kuhunkin kategoriaan kuuluvia tapauksia, mutta ei muihin kategorioihin kuuluvaa moitittavaa käyttäytymistä, vaikka niillä olisi samanlainen vaikutus.⁷⁰⁵ Sen vuoksi yhden kriteeristön tulkinnan kehittäminen on tavoiteltava arvo.

Rajanveto aktiivisen tiedottamisen ja passiivisen tiedonmuodostuksen välillä on toki liukuva. Aina ei voida selkeästi todeta, kumpaan tiedottamistapaan tilanne kuuluu, esimerkiksi, onko yhtiön kertoma tieto uusi vai vanha. Kun yhtiöllä on erilaisia tapoja tiedottaa samastakin asiasta, niin jonkin tiedotustavan valitsematta jättäminen voi aiheuttaa juridista pohdintaa. Päätös passiivisuudesta syntyy kuitenkin usein aktiivisin toimin ja valmistautumisin. Yksittäisen tiedon yhteydessä toiminnan vaikutusyhteyksien havaitseminen on kuitenkin vaikeaa. Yhdellä tavalla tarkasteltuna (esimerkiksi vihjailujen kohdalla) se voi täyttää aktiivisen tiedottamisen tunnuspiirteet, mutta toisella tavalla tarkasteltuna se voi olla tyypiltään enemmän passiivisen tiedonmuodostuksen käyttämistä varsinkin silloin, kun tarjolla olisi ollut aktiivinenkin tiedotustapa.⁷⁰⁶

Passiivisen tiedonmuodostuksen oikeudellista arviointia ei voi aina tehdä jälkikäteen yksinomaan tapahtumahetken, vaan tiedon syntymisen ja kehittymisen valossa, siis pitempiaikaisen ja prosessinomaisen tarkastelun kautta. Nykyisin tiedonantovelvollisuuden noudattamisen arviointi kohdistuu tapahtumahetkeen, tiedotuksen prosessikäsitys taas ottaa huomioon kaikki tekemiset pidemmällä aikavälillä. Silloin aktiivinen tiedottaminen ja passiivinen tiedonmuodostus voidaan suhteuttaa toisiinsa ja yhtiön menettelyä voidaan arvioida tarkoituksperiensä ja mahdollisen edunsaamisen kautta. Siten esimerkiksi yhtiö, joka yleensä on toiminut moitteetta, saattaa saada moitteettomasta toiminnastaan suojaa yksittäistä rikettä vastaan [vrt. liikennevahinkotapaus, luku 5.3].

⁷⁰⁵ Sunstein – Kahneman – Schkade – Ritov, 2: ”Coherence in law is a widely shared ideal. Almost everyone hopes for a legal system in which the similarly situated are treated similarly. But there are many obstacles to the achievement of coherence in the law – Our first psychological observation is that in law – people’s thinking is *category-bound*. People do not easily cross the boundaries of categories of harms in their thinking. When they consider an individual case of – commercial fraud, the frame of reference for evaluation is usually a set of instances of the same kind of harm. When setting penalties for a category of cases – regulators will naturally focus on instances that belong to that category. They are much less likely to concern themselves with the consistency of their determinations with punishments for other categories of harmful conduct, such as damage to endangered species.” – Kahneman sai taloustieteen Nobel-palkinnon 2002.

⁷⁰⁶ Kronman 1978, 18–19 n. 49, tarjoaa sopimusoikeudellisen vertailukohdan: ”Even if a party to a contract is owed no duty of disclosure, fraud or misrepresentation by the other party will almost invariably give him a legal basis for avoiding the contract.” Koska sijoittajalla ei ole juuri mahdollisuutta omalta puoleltaan olla noudattamatta ”sopimusta”, on vastuu passiivisen tiedonmuodostuksen aikaansaamasta tiedon suunnasta yhtiöllä.

Vastaavasti yhtiötä, joka on yksittäistapauksessa toiminut alle tiedonantovelvollisuuden rikkomuskynnyksen, mutta kuitenkin toistuvasti antanut esimerkiksi hankkeen suuruuteen tai muuttuneisiin olosuhteisiin nähden riittämättömästi tietoa, voitaisiin oikeudellisesti moittia.⁷⁰⁷

Rudanko on pyrkinyt hahmottamaan siviilioikeudellisten keinojen mahdollisuuksia arvopaperimarkkinoilla, kun sopimuskäsitys on muuttumassa osapuolten vastakkainasettelusta kohti yhteistoimintaa painottavia näkökulmia. Tätä on pidettävä tavoiteltavana siitä huolimatta, että arvopaperimarkkinoiden oikeussuhteet on totuttu näkemään korostetun spekulatiivisina kunkin osapuolen tähdätessä vain oman voittonsa maksimointiin. *Rudangolle* yhteistoiminnan korostus merkitsee suorastaan uutta mahdollisuutta tehdä argumentoinnissa oikeutta nimenomaan markkinoiden toimintaa turvaaville keskeisille tunnuspiirteille. Tätä tavoitetta pyrkii tämäkin tutkimus osaltaan tukemaan.⁷⁰⁸

Prosessiajattelussa yhteiskunnan hyöty saadaan yhdessä aikaan. Osapuolet ovat, jos eivät kumppaneita, niin ainakin yhteisvastuullisia markkinaluottamuksen säilymisessä. Arvopaperimarkkinalain tulkinta rakentuu nyt tiedotuksen pisteajattelun varaan, liikaa osapuolien tunnistettujen ristiriitojen ja niiden aiheuttamien konfliktien torjuntaan. Se mahdollistaa opportunistisen toiminnan, mikä pakottaa toiset osapuolet puolustautumaan. Tämä johtaa osapuolten keskinäisen konfliktiherkkyuden kasvamiseen ja/tai luottamuksen heikentymiseen. Kun yhtiön puolustus pettää, kun se ei esimerkiksi kykene osoittamaan tietoa olleen toisella osapuolella tai se ei ole sisällyttänyt tietoa aiemmin julkistettuun tietoon (vaikka sen olisi pitänyt), ongelma pulverisoituu yksittäisten tietojen purkamisen, vastuun ja vallan jakautumisen ja vaiheittaisten jaksotusten kautta niin pieneksi, ettei sanktioille ole riittävää perustetta.⁷⁰⁹

7.5.1 Lojaliteettivelvollisuus aktiivisen ja passiivisen tiedotusvastuun ratkaisijana

Yhtiön tiedottamisen oletetaan perustuvan aktiiviseen ja oma-aloitteiseen tiedonantovelvollisuuteen. Velvollisuus merkitsee, että johto ei spekuloi tiedottamisella, vaan toteuttaa sen vähintään lain minimedellytykset täyttäen.

⁷⁰⁷ Prosessiajattelussa on osapuolilla pelivara kuten aiemmin ”valuuttaputkessa”, jonka sisällä voi tehdä ratkaisuja. Koko valuuttaputken tason, roolien ja niiden mukaisen toiminnan tarkistaminen vaatii kaikkien osapuolten kokonaistoimintaa koskevan harkinnan yhteiskunnan kehityksen mukaan. Tällainen antaisi myös muille osapuolille mahdollisuuden sopeuttaa oma toimintansa muiden toimintaan ja kalkylöidä omaa riskitasoa helpommin.

⁷⁰⁸ *Rudanko*, 182.

⁷⁰⁹ *Rudanko* 1998, 183, pitää vastuun pulverisointimahdollisuutta osoituksena modernin sopimusoikeuden kollektivisoitumistendenssistä, joka tarjoaa apuvälineen mm. yhteistoiminnallisuusargumentin suhteuttamiseksi koko markkinoiden toimintaan.

Lojaliteetin liittäminen tiedonantovelvollisuuteen merkitsee *proaktiivisen tiedottamisperiaatteen* asettamista yhtiössä etusijalle. Yhtiö on lojaali toiselle osapuolelle, kun se ottaa huomioon toisen edellytykset tehdä tiedosta tarpeellisia johtopäätöksiä osakkeen arvon arvioimiseksi. Lojaali yhtiö ennakoii sijoittajien odotukset *luottamuksensuojaperiaatteen* mukaisesti eli tiedottaa kokonaisuudesta, ennen kuin sijoittajat ovat edes tulleet tietoisiksi tiedontarpeestaan.⁷¹⁰ Näin yhtiö pyrkii saamaan sijoittajat hyväksymään yhtiön julkistamat tiedot. Se on lojaalisti toimivan yhtiön roolinmukaista, etukäteistä ja omaa riskiä vähentävää varautumista myös mahdollisiin tiedottamisen puutteisiin.⁷¹¹ Oma-aloitteinen, etukäteinen ja lojaali toiminta sijoittajia kohtaan ja toisaalta sijoittajille puutteellisista tiedoista aiheutuva vahingonvaaran vähentäminen tiedottamalla ovat molemmat oikeusvelvollisuuksia: niiden mukainen toiminta ”palkitaan” oikeudellisesti siten, että sijoittajien ja yhtiön oma(kin) oikeusasema vahvistuu.⁷¹²

Luottamuksensuojan ydinperiaate on, että yhden osapuolen johdonmukaisesti noudattamat toimintalinjat luovat muille osapuolille perusteita, joiden varaan ne saavat muodostaa odotuksia asianomaisen osapuolen toiminnasta. Luottamuksensuojaa konkretisoivat varallisuus oikeudelliset yleisnormit suojaavat osapuolten legitiimejä oikeuksia.⁷¹³

Toimitusjohtaja valvoo käytännössä tiedonantovelvollisuuden täyttämistä osakkeenomistajille. Kun hallitus valitsee toimitusjohtajan⁷¹⁴, lojaliteettisuhde hallituksen ja osakkeenomistajien välillä saattaa joskus sisältää ristiriitoja johdon ollessa välikädessä. Kysyttäessä kenelle johdon pitää olla lojaali, voi johdon ja hallituksen ristiriitatilanteissa syntyä erityinen *informaatioloyaliteettivaje* yhteen suuntaan, jos toteutettu lojaliteetti suuntautuu toisaalle.⁷¹⁵

⁷¹⁰ Oikeudellisesti proaktiivinen tiedottaminen voi myös sisältää sijoittajan kannalta riskejä siitä, että mahdolliset ongelmat kirjoitetaan *vihjauksenomaisesti* pörssitiedotteeseen sisään. Lisäksi se voi sisältää riskejä myös siitä, että yhtiön todellisuus saattaa irtautua tiedottamalla luodusta mielikuvasta. Tällöin ei tiedottamisen lähtökohtana olekaan enää tiedonantovelvollisuus, vaan oman aseman turvaaminen ja vahvistaminen. Väärinkäytettynä se heikentää toisen (sijoittaja) osapuolen asemaa.

⁷¹¹ Vrt. Samuelsson, 300, joka näkee yhtenä mahdollisuutena lieventää vahingontuottamusta: ”En tänkbar omständighet som kan lindra bedömningen är – att skadevällaren lyckas påvisa att han vidtog riskminimerande åtgärder i syfte att åstadkomma en korrigering av de konsekvenser som bristfälligheten eventuellt kunde tänkas få till följd.”

⁷¹² Sijoittaja on tässä rinnastettu suoraan sopimuskumppaniin, vrt. Pöyhönen 2000, 112.

⁷¹³ Pöyhönen 2000, 116–117.

⁷¹⁴ Myös hallintoneuvosto voi valita toimitusjohtajan, mikäli asiasta on yhtiöjärjestyksessä mainittu.

⁷¹⁵ Mähönen 2001b, 119. Yhtiöoikeudellisesti lojaliteettivelvollisuus on Suomessa vanhastaan nähty lähinnä johdolle asetetuksi kielloksi kilpailla yhtiön kanssa. Ruotsissa lojaliteettiveloite on yhtiön hallituksen jäsenille ja toimitusjohtajalle asetettu yleinen velvollisuus edistää kaikkien osakkeenomistajien etua, mikä ilmenee velvollisuutena maksimoida osakkeen arvo. – Myös Mähönen 2001a, 188–189, jossa viitataan yhtiön johdolta edellytettävän edistävän kaikin tavoin yhtiön parasta.

Yhtiöoikeudellisen lojaliteetin perusteella voidaan katsoa, että yhtiön johdolla on tiedonantovelvoite osakkeenomistajille ilman erityissäännöksiä tiedonantovelvollisuudesta. Kun tiedonantovelvollisuudesta on AML:ssa säädetty, se osoittaa, että tiedonantovelvollisuus on erityinen arvopaperimarkkinalain velvoite. Tiedonantovelvollisuutta voi kuitenkin toteuttaa noudattamatta lain hengen mukaista pyrkimystä tasavertaiseen tiedonsaantiin julkistamalla vain minim tiedot. Lain hengen noudattaminen tuo tähän AML:n erityisvelvoitteeseen mukaan väistämättä lojaliteetin. Lojaliteetin liittäminen osaksi AML:n tiedonantovelvollisuutta laajentaa tiedonantovelvollisuuden tulkintaa, koska lojaliteettivelvollisuutta voi rikkoa myös esimerkiksi silloin, kun ei tehdä mitään, kun ulkopuolinen kuva yhtiöstä muuttuu, tai kun jätetään tietojen taustoja kertomatta. Vaikka muodollinen tiedonantovelvollisuus olisi täytetty, ei silti olisi toimittu lojaalisti.

Tiedonantovelvollisuudessa lojaliteetti konkretisoituu, kun johdon on toimissaan mietittävä paitsi yhtiön etua myös kaikkien osakkeenomistajien informaatiotarvetta. Se, mikä on yhtiön paras, on kuitenkin kirjallisuuden valossa ristiriitaista. Yhtiön paras ei ole aina osakkeenomistajien paras, koska tapa ja aikataulu, jolla parhaaseen pyritään, voivat vaihdella. Vaikka yhtiön ja osakkeenomistajien paras olisi em. parametreiltään samakin, yhtiön johto ei voi toimia gallupkeskuksena ja kysellä, mitä osakkeenomistajat kulloinkin haluavat. Sillä on oltava oma näkemys siitä, mikä on yhtiön paras. Toimitusjohtajan tehtävä on vaikuttaa yhtiön paras mielessään hallitukseen niin, että hallitus tekisi yhtiön kannalta mahdollisimman hyviä päätöksiä. Toimitusjohtajan pitäisi siten esimerkiksi vastustaa kaikkia sellaisia yrityskauppoja, joissa yhtiön itsenäisyys häipy, ellei hänelle sitä ole nimenomaisesti annettu tehtäväksi. Jos omistajat päätyvät toiseen tuloksen, hänen tulee noudattaa sitä.

Yhtiön parhaan määrittelyssä on kysymys roolien eroista: Toimitusjohtajan tehtävä on katsoa yritystä sen liiketoiminnan näkymien näkökulmasta, osakkeenomistajan rooli on katsoa yritystä oman sijoituksensa näkökulmasta. Toimitusjohtaja ei voi ottaa omistajan roolia ja istua kahdella tuolilla vahingoittamatta uskollisuuttaan toimitusjohtajan tehtävälle. Jos hän näin kuitenkin tekee, hän toimii epälojaalisti myös niitä osakkeenomistajia kohtaan, joille hän on näkemyksistään julkisesti siihen asti kertonut.

Pelkkä avoimuuskaan ei ole ratkaisu kysymykseen, kenelle pitää olla lojaali. Liiallisella avoimuudella johto sälyttää harteiltaan pois informaatiosta aiheutuvan vastuun, juuri sen, mistä johdolle maksetaan. Uudemmassa oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa osakkeenomistajien ja yritysjohton vastakkainasettelua on pidetty liian kaavamaisena.⁷¹⁶ *Timonen* nostaa tarkasteluun myös osakkeenomistajien keskinäiset eli enemmistön ja vähemmistön väliset intres-

⁷¹⁶ *Timonen* 1997, 168.

siristiriidat.⁷¹⁷ Tällaiset ristiriidat tekevät yritysjohdon tiedonantovelvollisuuden noudattamisesta hankalan. Johdolle saattaa syntyä ristiriitatilanne esimerkiksi silloin, kun osakkeenomistajien informaatiotarve on ristiriidassa kontrolloivan osakkeenomistajan edun kanssa.

Pääomistajaa valtiota edustanut kauppa- ja teollisuusministeriö aloitti yhdessä Kemiran johdon kanssa elokuussa 2001 alustavan selvitystyön osallistumisesta toimialan rakennejärjestelyihin. Niiden pohjalta käynnistyi myöhemmin syksyllä neuvotteluprosessi Kemiran ja Dynean yhdistämiseksi ruotsalaisen Industri Kapitalin suojiin. Pääomistaja sopi johdon kanssa, että johto ei osallistu varsinaisiin neuvotteluihin, koska ”asia oli keskeisesti *omistajien välinen* ja koska johdon mukanaolo olisi todennäköisesti aiheuttanut velvoitteen asian julkistamiseksi etukäteen”. Johto kuitenkin *tiesi* neuvottelujen olevan käynnissä. Tämän vuoksi johdon olisi tullut julkistaa tieto neuvottelujen käymisestä [vrt. tiedon julkistaminen due diligence -prosessin yhteydessä, luku 8.3]. Myöskään valtiota yhtiön hallituksessa edustaneelle henkilölle ei neuvottelujen kuluista kerrottu. Samoin oli menetelty myös Rauman ja Valmetin yhdistämisen kohdalla. Käytännöstä haluttiin pitää kiinni esteellisuuden ja intressiristiriitatilanteiden välttämiseksi. Seuraavassa arvioidaan ristiriitaa.

Tiedonantovelvollisuuden normi on kategorinen siinä, että jos johdon tietoon tulee olennainen seikka, sen on julkistettava tieto, mutta toisaalta keskeneräisistä asioista ei tarvitse tiedottaa. Voiko johto em. tilanteessa olla tiedottamatta hankkeesta ja pitää tapahtumassa olevaa asiaa myös yhtiön puolelta keskeneräisenä?⁷¹⁸ Ratkaisevana tekijänä on johdon kaikkia osakkeenomistajia kohtaan tuntema lojaliteetti. Johdon jäädessä pois valmistelutyöstä sen lojaliteetin olisi tullut kohdistua samanlaisena kaikkiin osakkeenomistajiin, koska sillä ei voinut olla tietoa siitä, millaista sopimusta yhtiön tulevaisuudesta oltiin tekemässä. Sillä ei voinut olla myöskään varmuutta siitä, toteutuuko tulevassa järjestelyssä kaikkien osakkeenomistajien etu tasapuolisesti – enemmistöomistajathan olisivat voineet suunnitella millaisia järjestelyehtoja tahansa. Nyt intressiristiriita nimenomaan syntyi kun johto jätettiin ulkopuolelle.⁷¹⁹

Vaikka tässä tutkimuksessa on edellä lainattu lojaliteettiperiaatteen joitakin piirteitä sopimusoikeudellisesta lojaliteetista, ei sopimusoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen perustana yleensä pidetty sopimuksen yhteistoimintaluonne⁷²⁰

⁷¹⁷ Timonen 2000, 42.

⁷¹⁸ Pörssiyhtiön on julkistettava tietoonsa tulleet osakassopimukset, joissa on päätetty äänivallan käytöstä yhtiössä tai yhtiön osakkeiden luovuttamisen rajoittamisesta. HAOS A5.48.

⁷¹⁹ On kokonaan eri asia, olisiko omistajan lainkaan tarvinnut informoida johtoa neuvotteluista.

⁷²⁰ Mähönen 2001b, 114. Kysymys yhteistoimintaluonteesta voidaan esittää tässä yhteydessä myös niin, että voiko osakkeenomistaja edistää yhtiön tavoitteiden saavuttamista muutoin kuin sijoittamalla yhtiöön. Osakassuhteita voi eri yhtiöillä olla erilaisia. Osakassuhde voidaan nähdä monivivahteisena suhteena, jossa osakkeenomistaja pyritään integroimaan osaksi yrityksen toimintaa esimerkiksi *kanta-asiakassuhteiden* kautta. Tämä ei kuitenkaan saa muuttaa osakkaiden

lähtökohtaisesti sovi noteerattuihin yhtiöihin. Yhtiön johto ei toimi osakkaiden kanssa yhteistoiminnassa. Toimitusjohtaja on yhteistoiminnassa hallituksen kanssa ja päinvastoin, mutta suhde osakkeenomistajiin on kaikkien osalta tasapuolinen.⁷²¹

Yhtiöllä voi olla elinkaarensa aikana lukematon joukko myös lyhytaikaisia osakkaita. Jos markkinat eivät voi tarkasti ennakoida kassavirran ajoitusta ja johdolla on markkinoita parempi tieto, johto on *Hun* mukaan pakotettu valitsemaan *osakkeenomistajien "sukupolvien"* välillä.⁷²² Jokin investointi saattaa tuottaa välittömästi, kun taas toinen saattaa tuottaa vasta vuosien kuluttua, mikä ei välttämättä vielä näy osakkeen hinnassa. Mikäli johto valitsee tulevaisuuden tuoton, myös tulevat osakkeenomistajat hyötyvät nykyisten osakkeenomistajien kustannuksella. Ajoitus luo lojaliteettiongelman tiedonantovelvollisuuden kannalta. Tulisiko johdon julkistaa tietoja tuottojen arvioiduista kotiutusnäkyistä?

Ei. Tähän on kaksi syytä. Toinen liittyy yhtiön toiminnan järjestämiseen ja toinen sijoittajaratkaisuihin. Yhtiö joutuu jatkuvasti varautumaan toiminnassaan muutoksiin, ja sen vuoksi tulevien tuottojen kotiutusnäkyvät eivät ole lainkaan varmoja. Voi olla, että yhtiö joutuu kilpailu- tai muista syistä varautumaan tilanteisiin, jotka saattavat vastapainoksi heikentää tuottonäkymiä. Johdolta ei voi omaksutun prosessinomaisen tiedonkäsityksen vuoksi edellyttää, että se eriyttäisi yhden investoinnin tai muun tuottoa tuovan kohteen yhtiön kokonaisuudesta ja arvioisi sen pohjalta näkymiä. Olennaiset tiedot koskevat aina yhtiöntiedon kokonaisuutta.

tasavertaisuutta, koska osakkeenomistajien motiivit sijoittaa ovat vapaavalintaisia. Jos yhtiö liittyy sopimuksen yhteistoimintaluonteeseen muitakin päämääriä, ne saattavat heikentää tasavertaista suhdetta, jolloin osakas on yhtiön näkökulmasta enemmän hyväksikäytettävissä asemassa kuin tiedollisesti tasavertainen kumppani. – Mitä aktiivisempaa yhtiön tiedottaminen on, sitä kiinteämmässä vuorovaikutuksessa yhtiö on osakkaidensa kanssa. Yhtiö kykenee luomaan uskollisesta, pitkäaikaisesta osakaskunnasta itselleen esim. vakiintuneen kanta-asiakaskunnan, joka alkaa tulla riippuvaiseksi yhtiöstä muilla perusteilla kuin osaketta koskevan tiedon kautta. Osakaskunta voi myös toimia johdon puskurina esim. mahdollisia yritysvaltauksia vastaan. Kiinteä yhteys osakaskuntaan antaa siten kaikista näennäisen myönteisistä seikoistaan huolimatta johdolle mahdollisuuden osakkaan kannalta *haitallisen riippuvuuden* aikaansaamiseen. *Cialdini*, 48, toteaa syyksi vastavuoroiseen sitoutumiseen: "the reciprocation rule brings about mutual concession – It pressures the recipient of an already-made concession to respond in kind." – Vuorovaikutuksen vahingonaiheuttamismahdollisuudesta ks. *Pöyhönen* 1999, 348.

⁷²¹ Vaikka *Haussila*, 311, periaatteessa pitää tasapuolisuutta tavoiteltavana, hän kuitenkin sallii yrityskaupoissa yhtiön tietojen antamisen potentiaaliselle ostajaehdokkaalle sellaisessakin *public-to-private* -transaktiossa, jossa pääomasijoittaja tarjoaa yhtiön ylimpään johtoon kuuluville henkilöille mahdollisuuden osallistua yhtiön osakeomistukseen ja tulevaan toimintaan, tai jossa hallituksen jäsenetkin voivat odottaa taloudellista etua yrityskaupasta. – Tiedonantovelvollisuuden lojaliteetin näkökulmasta tämä on kuitenkin kyseenalaista.

⁷²² *Hu*, 295–306. Brittiläisessä oikeudessa on katsottu, että yhtiön etu sisältää sekä nykyisten että tulevien osakkeenomistajien edun. Tämä saattaa *Dotevallin*, 270–271, mukaan aiheuttaa erityisiä ongelmia fuusiotilanteissa, jolloin johto on pakotettu neuvotteluissa ottamaan huomioon luovut-tavan yhtiön osakkeenomistajien edut ja samalla vastaanottavan yhtiön osakkeenomistajien edut. Näissä fuusiotilanteissa oikeuskäytäntö on kuitenkin asettunut sille kannalle, että johdon tehtävänä on valvoa ainoastaan nykyisten osakkeenomistajien etua.

Toiseksi: Rationaalisesti toimivien sijoittajien katsotaan hajauttavan sijoituksen eri tyyppisiin osakkeisiin ja hyväksyvän sen vuoksi tehokkaan fidusiarisäännön. Sijoittajat eivät tämän vuoksi edellytä erityistä lojaliteettia.⁷²³ Tällaisen erityislojaliteetin edellytykset ovat vähäiset senkin vuoksi, että osakkeenomistajalla on useita vaihtoehtoja valita sijoituskohteensa.⁷²⁴

Normaalitilanteessa, jossa osakkeenomistajien keskinäistä vastakkainasettelua ei ilmene, yhtiön johto on lojaliteettisuhteessa ensi sijassa yhtiön hallitukseen ja vasta toissijaisesti osakkeenomistajiin. Erityistilanteissa (esimerkiksi yrityskaupoissa), kun päätösvalta yhtiökokouksessa siirtyy kokonaan osakkeenomistajille, johdolla voi olla ongelmia toteuttaessaan tiedonantovelvollisuuden lojaliteettia samanaikaisesti sekä hallituksen että osakkeenomistajien suuntaan. Vaikka hallituksen tulisi osakeyhtiölain mukaan kaikessa edistää yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etua, voi osa hallituksesta pyrkiä edistämään opportunistisesti omaa etuaan. Tällaisessa tilanteessa on kysyttävä myös hallituksen lojaliteettia osakkeenomistajia kohtaan eikä sälytettävä lojaliteettivaatimusta vain toimivalle johdolle, koska johdon on vaikea toteuttaa lojaliteettia, elleivät kontrolloivat omistajat pidä sitä tärkeänä.

Kun hajanainen omistajakunta voi kohdistaa muutamiin kontrolloiviin omistajiin valvontaa vain rajoitetusti, tulee myös lojaliteettikäsite uuteen valoon. Tässä asetelmassa palkkajohdon ja osakkeenomistajien väliset potentiaaliset eturistiriidat ovat suuret, koska kontrolloivan omistajan mahdollisuudet hyötyä ovat paremmat. Nykyisin hallituksella on tiedonantovelvollisuus vain erityistapauksissa. Siksi jatkuva tiedonantovelvollisuus onkin ulotettava *hallitukseen*⁷²⁵, koska palkattu johto voi joutua olemaan ainoastaan hallituksen työrukkanen, joka vaihdetaan, jos luottamus yhtiöön heikkenee [vrt. yhtiön hallituksen jäsenen omavaltainen yhtiön asioiden kommentointi, luku 3.3.1].⁷²⁶

Vaikka tiedonantovelvollisuuden vaatimusta ei voi kohdistaa kontrolloimattomaan omistajaan asti, voi siltä kuitenkin odottaa lojaliteettia muita osakkeen-

⁷²³ Hu, 295–306, 267. – Dotevall, 358, tuo esiin sen, että osakkeenomistajilla voi olla useita intressejä yhtiöön nähden (”– att värdet på bolagets aktier skall öka – att maximera sin utdelning – att bolaget skal växa i storlek – att få så stort inflytande som möjligt.”) Tämänkin vuoksi olisi katsottava, että osakkeenomistajien intressitarkastelussa huomioon otetaan vain nykyisten, ei tulevien osakkeenomistajien intressiä.

⁷²⁴ Komiteamietintö 1990:20, 149–152. Ellei sopimuspuoli voi valita kumppaniaan, hänen tulee voida luottaa siihen, että vastapuoli toimii rehdisti.

⁷²⁵ Kuten tulosvaroituksen kohdalla HAOS A5.435, missä hallitus on rinnastettu toimitusjohtajaan.

⁷²⁶ La Porta et al., 471 ss., ovat osoittaneet Berle – Meansin 1932, 1968, 113 ss., keskeisen teesin ”– omistuksen hajautumisesta on seurannut taloudellisen vallan siirtyminen omistajilta yritysjohtolle” harvinaiseksi. Todellinen intressiristiriita onkin muiden omistajien ja kontrolloivan omistajan välinen, koska kontrolloiva omistaja voi valita mieleisensä johdon. Enemmistövallan väärinkäyttöön puuttuminen perustuu ainakin useimmissa maissa avoimempaan sääntelyyn ja tuottaa siksi vähäisemmän ja kontrollimekanismina heikomman uhan kuin yritysjohton vastuuta koskevat säännökset. Johdon ja omistajien intressiristiriidoista ks. Timonen 1997, 148 ss., 162 ss., 200 ss.

omistajia kohtaan. Vähemmistöosakkaiden nykyiset suojaimekanismit toimivat kyllä pelotteina, mutta niiden toimeenpano jälkikäteen on vaikeaa. Lojaliteettivelvollisuus on myönteinen etukäteismekanismi, joka toimii ennen kuin eturistiriitaa on syntynyt.⁷²⁷ Ilman lojaliteettia yhtiön rakenteet voivat edistää passiivista tiedonmuodostusta.

AML asettaa tiedonantovelvollisuuden liikkeeseenlaskijalle, siis yhtiölle, jonka toiminnasta vastaa toimitusjohtaja.⁷²⁸ AML:n tiedonantovelvollisuuden osalta yhtiön johtoon on kuitenkin katsottava kuuluvan myös yhtiön hallituksen jäsenet, koska hallituksen velvollisuus on osakeyhtiöoikeudellisestikin⁷²⁹ edistää, ei omaa eikä eturyhmänsä, vaan yhtiön etua. Siksi hallituksen jäsenillä on lojaliteettivelvoite kaikkia osakkeenomistajia kohtaan. Muussa tapauksessa kontrolloivan omistajan ja/tai enemmistöomistajan opportunistinen toiminta voi hallituksen kautta rikkoa sekä tiedonanto- että lojaliteettivelvollisuutta mui- ta osakkeenomistajia kohtaan. Johdon lojaliteettivelvoite taas suuntautuu ensiksi hallitukseen ja toissijaisesti osakkeenomistajiin.

Corporate governance -järjestelmän⁷³⁰ tehokkuuden tavoitteena on minimoida johdon valvonnasta aiheutuvia kustannuksia sekä ehkäistä omistuksen ja vallan eriytymiseen liittyviä mahdollisuuksia vallan käyttämiseen omistajien vahingoksi.⁷³¹ Kuitenkin, jos lojaliteetti olisi vallitseva käytäntö, ei lainsäädännön ohjaama corporate governancea ideaalitulanteessa olisi tarvinnut koskaan kehittääkään. Kukaan ei olisi tullut sitä edes ajatelleeksi, koska sille ei olisi ollut tarvetta. Kun corporate governancen valvonta- ja kontrollimekanismit on

⁷²⁷ Lojaliteetin suppeimman muodon, shikaanikiellon mukaan oikeuksia ei saa käyttää niin, että ainoana päämääränä on toisen vahingoittaminen. Vihamielisen yritysvaltauksen tilanteessa osakkeenomistajat joutuvat tiedollisesti nopeasti epäarvoiseen asemaan valtaajan aikeita koskeviin tietoihin nähden. Kaikki se informaatio, jonka perusteella sijoittaja on sijoittanut varojaan yhtiöön saattaa menettää merkityksensä. – Arvopaperimarkkinoilla voi tulla kysymykseen myös osapuolten kollusiivinen menettely, jolla tarkoitetaan oikeustoimen tekemistä tarkoituksessa loukata toisen henkilön aiempaan oikeustoimeen perustuvaa oikeutta. Oikeuskäytäntöä ei kuitenkaan juuri ole. Tammi – Salminen, 252.

⁷²⁸ Mähönen katsoo, että fidusiariselle lojaalisuusvelvollisuudelle on ominaista velvollisuuden yksipuolisuus: se sitoo vain agenttia. Tavallisesti tällä on ymmärretty lähinnä yhtiön palkattua johtoa. – Toisin Rudanko 1989, 38, jonka mukaan osapuoli, jonka hyväksi lojaliteettivaatimuksen vaikutus tulisi, voi itse vähentää tätä vaikutusta tai tehdä sen kokonaan tyhjäksi esimerkiksi osoittamalla itse lojaliteetin vastaista asennetta.

⁷²⁹ Myös esteellisyssäänöksissä OYL rinnastaa toimitusjohtajan ja hallituksen toisiinsa. Toimitusjohtajan esteellisyydestä, esim. Toivainen 1992, 264–269.

⁷³⁰ Corporate governancella (myöh. CG) tarkoitetaan Timosen 2000, 3–14, mukaan suppeimmillaan vain osakkeenomistajien ja yritysjohdon välistä suhdetta. Tällöin CG määrittelee toimitusjohtajan ja hallituksen sekä muun yritysjohdon aseman ja heidän suhteensa omistajiin. CG voi laajemmin sisältää myös kaikki ne rakenteet, joiden avulla asetetaan yrityksen tavoitteet sekä määritellään niihin pyrkimisen keinot ja yrityksen toiminnan valvonta. Laveimmillaan CG ymmärretään instituutio- ja talousjärjestelmäsidoonaiseksi kokonaisnäkökulmaksi koko yritystoiminnan sääntelyyn. – Yleisesti hyväksyttyä suomenkielistä vastinetta ei ole määritelty; joskus käytetty termiä yrityksen hallinnointi.

⁷³¹ Timonen 2000, 83.

luotu tehostamaan huolellisuus- ja lojaliteettivelvollisuutta, on syytä kysyä, voivatko säännellyt valvontamekanismit johtaa vapaaehtoisen lojaliteetin ja sen ennakoivan merkityksen heikkenemiseen? Miksi edes puhua lojaliteetista, jos valvontamekanismit on kerran etukäteen säädetty?

Lojaliteettivaatimus on säänneltyjä valvontamekanismeja helpommin sovellettavissa muuttuviin tilanteisiin, koska, kuten *North* asian ilmaisee, lainsäädännön merkitys riippuu sen suhteesta sekä muihin muodollisiin instituutioihin että erilaisiin epämuodollisiin instituutioihin (konventiot, käyttäytymissäännöt, tapakulttuurit tms.). Ne eivät ole muutettavia, vaan muuttuvia.⁷³² Lojaliteetti on luonteeltaan juuri tällainen käyttäytymissääntö. Mitä useammat sitä toteuttavat, sitä tehokkaampi se on.

Lojaliteettivaatimuksen sisällyttäminen tiedonantovelvollisuuteen edistää luottamuksen säilymistä markkinoilla. *Hirschmanin* lojaliteettiasteikko toimii siten, että omalta puoleltaan luopumispäätöksen tehneelle sijoittajalle ei riitä, että yhtiön toiminta palaa takaisin johonkin pisteeseen välillä *XAL* ja *XWL* [vrt. kaavio 7]. Omien vatsavaivojensa takia hän haluaa odottaa siihen asti, kunnes yhtiön toiminta palaa takaisin siihen pisteeseen, jossa hänen vaivansa alkoivat (*XAL*). Hän voi jopa odottaa vielä pidemmälle ennen kuin hän uskaltaa luottaa yhtiöön kuten ennen; hän haluaa *korvauksen* vaivoistaan.⁷³³ Kun tätä sovelletaan arvopaperimarkkinoille se tarkoittaa sitä, että yhtiö, joka tiedottaa epätydyttävästi ja epälojaalisti, jättää kyllä jälkensä kärsineisiin osakkeenomistajiinsa, mutta ne, jotka eivät ole vatsavaivoja yhtiön toiminnan vuoksi kärsineet eivät hyväuskoisina tiedä vaivoista mitään.⁷³⁴

Johdon ja hallituksen lojaliteettia on siksi tarkasteltava paitsi kulloisiakin osakkeenomistajia myös markkinoita kohtaan. Yhtiön osakskunta vaihtuu jatkuvasti varsinkin likvideissä yhtiöissä eikä johto ja hallitus useinkaan etukäteen tiedä, mihin suuntaan. Johdon julkistama informaatio saattaa koitua epätasaisesti eri osakassukupolvien välille.⁷³⁵ Tässä mielessä arvopaperimarkkinoiden anonymiteetti parantaa markkinoiden puolueettomuutta edellyttäen, että kaikki osapuolet tuntevat markkinoita kohtaan tasapuolista lojaliteettia. Anonyymien arvopaperimarkkinan edustajia ovat ensi sijassa valvontaviranomainen ja pörssi.⁷³⁶

⁷³² *North* 1993, 91.

⁷³³ *Hirschman*, 89. – Samansuuntaisesti myös *Sillanpää* 1994, 97: ”Jos sijoittaja kokee tulleen väärin kohdelluksi, kun hänen pääomansa käyttötarkoitus yrityksessä tapahtuneen määräysvallan vaihdoksen vuoksi muuttuu — hän ei enää tulevaisuudessa ole yhtä valmis sijoittamaan varojaan niille arvopaperimarkkinoille, missä häntä on kohdeltu huonosti.”

⁷³⁴ Vrt. *Norvestia-case*, luku 5.3.1.

⁷³⁵ Myös *Sillanpää* 1994, 114, näkee mahdolliseksi rinnastaa osakkeenomistaja tulevaan osakkeenomistajaan.

⁷³⁶ Tämä voi muodostaa ongelman, kun pörssin johdossa edustetut osakkeenomistajat pääsevät hyötymään markkinoiden sääntelyn puutteista. Osa tiedonantovelvollisuuden rikkomuksista on valvontaviranomaisen ajamia, yleisen syytteen alaisia, mikä osoittaa, että johdolla on myös lojaliteetti markkinoita ja yhteiskunnan ohjaamaa järjestelmää kohtaan.

Markkinaolojaliteetti merkitsee yhtiön toiminnan mukauttamista toisten yhtiöiden hyviin toimintatapoihin paitsi vertailukelpoisten tietojen antamisella, myös hyviä tiedotuskäytäntöjä tutkimalla ja niitä omaksumalla.⁷³⁷ Tämän edesauttaminen kuuluu osaltaan myös pörssille.

7.6 YHTEENVETOA

Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuusnormien täyttämisestä selviää lain minimivaatimuksilla, mutta ne eivät riitä lain periaatteen noudattamiseksi. Kuitenkin jos lain periaatetta ei noudateta, markkinaluottamus kärsii.

Koska johdon ja hallituksen ristiriitatilanteista aiheutuu tavallisesti *lojaliteettivaje*, on tiedonantovelvollisuus asetettava paitsi johdolle myös yhtiön hallitukselle sijoittajien suojaamiseksi. Lojaliteettia muita osakkeenomistajia kohtaan voidaan edellyttää myös kontrolloivalta osakkeenomistajalta. Lojaliteettivaatimus kumpuaa tiedollisesti epäarvoisesta asemasta, johon osakkeenomistaja alistuu antaessaan johdolle tehtäväksi johtaa yhtiötä. Lojaliteettivelvollisuus toimii eturistiriitojen tasaajana ja korvaa ennakkovalvonnan. Johdon julkistama liiketoimintakuvaus ja strategia ovat siten osa tavoitetta, johon osakkeenomistajat sijoittaessaan sitoutuvat ja jonka toteutumista koskeva informaatio on lojaliteettivelvollisuuden noudattamisen perusta. Tiedottaminen, jolla lojaliteettia osoitetaan, ei ole naiivia avoimuutta, vaan se voi olla myös laskelmointia. Lojaliteetin vuoksi tiedottaminen on tehokkaimmillaan juuri konfliktitilanteissa. Se lisää yhtiöiden tehokkuutta ja uusien vaihtoehtojen hakemista.

Pistemäisen ja prosessinomaisen tiedotuskäsityksen tarkastelu samaa kriteeristöä käyttäen on mahdollista, kun tiedonantovelvollisuuden toteuttamiseen sisällytetään lojaliteettivelvollisuus. Lojaliteetin liittäminen tiedonantovelvollisuuteen tuo mukanaan *proaktiivisen tiedottamisperiaatteen*. Tällöin lojaali yhtiö ottaa huomioon toisen osapuolen edellytykset tehdä tiedosta tarpeelliset johtopäätökset osakkeen arvon arvioimiseksi. Se ennakoii sijoittajien odotuksia *luottamuksensuojaperiaatteen* mukaisesti eli tiedottaa kokonaisuudesta, ennen kuin sijoittajat ovat välttämättä edes tulleet tietoisiksi tiedontarpeestaan. Näin lojaliteetti ratkaisee aktiivisen tiedonantovelvollisuuden ja passiivisen tiedonmuodostuksen esiinnostamat vaatimukset.

⁷³⁷ Lojaliteettiperiaatteen toteuttaminen käy ilmi yhtiön ja pörssin välisestä kestosopimuksen luonteisesta sopimuksesta ja sen tarkoituksesta. Sopijapuolten on otettava huomioon vastapuolen edut siinä määrin kuin se on tarpeellista sopimuksen tarkoituksen puitteissa sopimuksessa tavoitellun yhteisen päämäärän toteuttamiseksi. *Ämmälä* 1994, 18.

OSA V

INFORMAATIOVARALLISUUS

8 Tietoon sitoutunut varallisuus

Vaikka arvopaperimarkkinalaki vaatii yhtiötä julkistamaan kaikki seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, yhtiöt eivät kerro liikesalaisuuksiaan. Miksi? Kyse on kahden oikeudellisen sääntelyn taustaintressin, omaisuudensuojan ja sijoittajansuojan välisestä kollisiosta. Informaation ymmärtäminen omaisuuden suojaa saavaksi varallisuudeksi on tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta suhteellisen jäsentymätöntä ja uutta. Tähän asti informaatio on ymmärretty yhtiöoikeudelliseksi liikesalaisuudeksi, erityisesti immateriaalioikeuden alueella. Informaatio arvopaperimarkkinaoikeudellisena varallisuutena tuo kuitenkin tiedonantovelvollisuuteen uusia oikeudellisia teki-
jöitä.

Tämän tutkimuksen alkupuolella [luku 3.1] on esitetty, että kun tietoon voi sitoutua erilaisia oikeuksia, tiedolla voi olla myös erilaisia varallisuuden muotoja. Kun informaatioiden laatua ja sisältöä voidaan verrata keskenään, voidaan myös niiden taloudellisia arvoja verrata toisiinsa.

Informaatiokysymyksiä on oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa tarkasteltu kolmelta kannalta: päätöksentekijöiden rationaalisuuden, transaktiokustannusten ja varallisuus oikeuksien näkökulmasta. Jos informaatiota jäsenetään *varallisuus oikeuksien* kohteena, kysymyksenasettelut kohdistuvat tavallisesti varallisuus oikeuksien tehokkaaseen allokaatioon. Tällöin tarkastellaan informaation ohjautumista siihen käyttöön, jossa sen arvo on suurin (eli sille, jolle siitä on eniten hyötyä).⁷³⁸

Toisaalta kysymyksenasettelut voivat kohdistua ja tämän tutkimuksen johtopäätöksissä kohdistuvatkin myös arvopaperimarkkinoilla syntyvien *varallisuus oikeuksien tuomiin etuasemiin ja roolinmukaisiin toimimismahdollisuuksiin*.⁷³⁹ Näitä etuasemia ja toimimismahdollisuuksia voidaan tarkastella, ennen kuin informaation johdosta syntynyttä osapuolten taloudellista muutosta on edes tapahtunut. Varallisuus oikeus on jollakin markkinaosapuolella olemassa siten jo tiedon syntymis- ja vahvistumishetkinä ilman, että tarvitsee ottaa kantaa mahdolliseen varojen allokoinnin tehokkuuteen tai tehottomuuteen markkinan kannalta. Tällöin oletetaan, että informaatiolla on aina jokin arvo, vaikka arvoa ei laskettaisikaan.

⁷³⁸ Informaatio varallisuus oikeuksien kohteena -näkökulma painottuu tässä tutkimuksessa enemmän markkinoiden kuin yksittäisten sopimussuhteiden tasolle.

⁷³⁹ Riskipositiosta uuden varallisuus oikeuden harkinnan rakenne-elementtinä, *Pöyhönen* 2000, 177 ss.

8.1 INFORMAATION MOSAIKKIMAI SUUS

Oikeus informaatioon vaihtelee sen mukaan, onko osapuoli hankkinut informaation varta vasten uhraamalla siihen aikaa ja varoja vai saanut sen sattumalta ilman tällaisia kustannuksia. Oikeus olla julkistamatta tietoa, jonka hankkimisesta on aiheutunut kustannuksia, on itse asiassa varallisuus oikeus, mikä on välttämätöntä, jotta informaation tuotanto nousisi yhteiskunnallisesti toivotulle tasolle.⁷⁴⁰

Yksi oikeusjärjestelmän tapa luoda informaatiolle varallisuus oikeudellinen asema on sallia informoidun osapuolen tehdä sopimuksia, joiden hän uskoo olevan kannattavia ilman velvoiteta julkistaa informaatiota toiselle osapuolelle, joka ei tietoa ole hankkinut tai saanut. Julkistamispakko riistäisi ensin mainitulta osapuolelta informaation hankkimisen tuoman edun. Julkistamispakko siis merkitsee informaation hyödyn jakamispakkoa. Hyöty pitäisi siis jakaa julkisesti kaikille, jolloin sen arvo dilutoituu, kun sen tietävät kaikki. Julkistamispakko on siten vastakkainen varallisuus oikeus käsitteelle, joka aina vaatii yksityisen omaisuuden oikeudellista suojaamista.⁷⁴¹

Tiedonantovelvollisuuksien, siis informaatioon kohdistuvien varallisuus oikeuksien julkistamispakon, asettamisessa tulisi sen vuoksi ottaa huomioon informaation saamistapa: onko kyseessä *sattumalta saatu* vai *varta vasten hankittu informaatio*. *Informaatio nähdään tällöin varallisuutena, johon kohdistuvien oikeuksien tulisi turvata investoinnista saatava hyöty*. Informaatioon kohdistuvat varallisuus oikeudet voivat olla kannustimina tehokkaaseen toimintaan, esimerkiksi tehokkaaseen informaation hankkimiseen.⁷⁴² Kyseisen informaation tulee olla produktiivista, mutta lisäksi kannustimien tulee edistää informaation tehokasta hankintaa.

Jotta kannustinvaikutus olisi tehokas, tulisi varta vasten hankittua informaatiota suojata, mutta ei sattumanvaraisesti saatua. Varta vasten hankitun tiedon hyväksikäytön kieltäminen ehkäisisi investointeja uuden tiedon hankkimiseen. Koska tiedon saanut on yleensä halvin virheen estäjä, tiedonantovelvollisuutta kuitenkin tarvitaan. Mutta edellä ilmenevästä syystä se tulisi yleisesti ja lähtökohtaisesti asettaa sattumalta saadun tiedon haltijalle.⁷⁴³

⁷⁴⁰ *Kronman*, 2, ei tarkemmin kuitenkaan selvitä, mitä hän tarkoittaa yhteiskunnallisesti toivotulla tasolla.

⁷⁴¹ ”A duty to disclose is tantamount to a requirement that the benefit of the information be publicly shared and is thus antithetical to the notion of a property right which – whatever else it may entail – always requires the legal protection of private appropriation.” *Kronman*, 15.

⁷⁴² Ks. *Kronman*, 13 ss., 22 ja 25 s. sekä *Posner*, 109 ss. Laina us *Rudanko* 1998, 220. Myös *Wheeler – Shaw*, 293: Osapuolet saavat pitää omana ja hyödyntää informaation, joka on heille sopimuksenteon motiivina, paitsi tietyissä tilanteissa, kuten esimerkiksi vakuutuksessa. Ks. myös *Posner*, 109 ss.

⁷⁴³ *Kronman*, *ibid*. Sääntö edellyttää, että hankitun ja sattumalta saadun informaation tapaukset voidaan erottaa toisistaan. Laina us *Rudanko* 1998, 221. Ks. myös *Posner*, 109 ss., jonka mukaan

Arvopaperimarkkinoilla yhtiöntiedon saamistavan ei kuitenkaan voida katsoa vaikuttavan siihen, onko tietoa julkistettava vai ei.⁷⁴⁴ Yhtiön on julkistettava liiketoimintaansa koskeva olennainen tieto saamistavasta riippumatta. Kaikki yhtiön hallussa oleva informaatio on sen saamistavasta riippumatta kuitenkin suojaamisen arvoista, koska aiemmin kuvatulla tavalla ei yksittäisiä tietoja voida eriyttää siitä liiketoimintakokonaisuudesta, jossa tieto syntyy. On ymmärrettävää, että suoja on suurempi, mitä enemmän tietoon on uhrattu varoja (aikaa/rahaa).⁷⁴⁵

Tämän vuoksi on vielä syytä palata uudelleen edellä käsiteltyyn Riihimäen Lasi Oy:n osakkeita koskevaan kauppaan [luku 6.5]. Oletetaan edelleen, että tarjousta ja hintareferenssiä ei olisi lainkaan ollut. Oletetaan vielä lisäksi, että Arvi Paloheimo ei olisi ollut johtokunnan jäsen eikä saanut samaa tietoa, joka johtokunnalle oli annettu. Jos Paloheimo tässä asemassa olisi tehnyt kaupan, olisi todettu, että kaupassa ei olisi ollut moitteen sijaa, vaan hän olisi voinut laittaa yrityksen kuntoon niillä tiedoilla, joita hän itse oli hankkinut toimintaympäristössään. Miksi kaupassa ei tällöin olisi ollut moitteen sijaa? Sisäpiirintiedosta vaille jääminen olisi ollut ensimmäinen peruste. Toinen keskeinen peruste olisi ollut se, että Paloheimo oli itse uransa aikana panostanut merkittävästi aikaa, vaivaa ja rahaa saadakseen riittävän ammatillisen tietämyksen, jonka perusteella hän kykeni arvioimaan liiketoiminnan mahdollisuudet. Tämä *tietämys oli hänen informaatiovarallisuuttaan*, jota hän ei olisi ollut velvoitettu paljastamaan toiselle osapuolelle.⁷⁴⁶

Samoin yhtiölle kertynyt informaatiovarallisuus on yhtiössä olevaa kaikkea tietoa tuotteista, markkinoista, asiakkaista tai tuotannosta. Varallisuusominaisuus tuo esiin yhtiöntiedon erilaiset piirteet, on sitten kysymys *sisäisestä tai ulkoisesta informaatiovarallisuudesta*. Ulkoisen informaatiovarallisuuden ominaisuuksia yhtiön näkökulmasta (koherenttisuutta, hermeettisyyttä ja puolustamista) on käsitelty edellä [luku 4.2.2]. Tiedoiltaan ulkoinen informaatiovarallisuus on julkista ja kaikkien käytettävissä. Nämä tiedot muodostavat ulkoisen osan yhtiöntiedon kokonaisuudesta ja liittyvät saumattomasti, *mosaiikin* tavoin yhtiöntiedon sisäiseen puoleen, sisäiseen informaatiovarallisuuteen,

tiedonantovelvollisuutta ei tulisi asettaa, jos informaation hankkiminen on kallista ja siitä saatava hyöty jakautuu useiden henkilöiden hyväksi. – Tästä johtuu myös se, että liikesalaisuutta ei tarvitse tiedottaa julkisuuteen siitä huolimatta, että se on olennainen. Jaettaessa se menettää varallisuusarvonsa, koska silloin sen tietävät kaikki.

⁷⁴⁴ Näin ollen tiedonsaantia koskevan henkilökohtaisen etuoikeutetun aseman syntyminen toteutuu silloin kun tieto on sattumalta saatu tai tiedonsaanti perustuu fidusiaari- tai luottamusasemaan. Tällaisen tiedon hyödyntämisen rajoittaminen on perusteltua (toteutuu mm. sisäpiirisääntelyn kautta) ja turvaa osaltaan markkinaluottamuksen säilymisen [ks. luku 4.1].

⁷⁴⁵ Tietojen pohjalta tehdyistä ja analysoiduista johtopäätöksistä syntyy sijoittajan informaatiovarallisuus.

⁷⁴⁶ On myös mahdollista, että hän ei olisi edes osannut paljastaa omia tietojaan tai tietämystään, jotka eivät ehkä olleet vielä kovin jäsentyneitä ja strukturoituja hänelle itselleen.

joka on julkistamatta jätetty osa yhtiöntiedosta. Yhtiö julkistaa tästä varallisuudesta olennaiseksi katsomansa osan, jotta sijoittajalla olisi riittävä mahdollisuus muodostaa käsitys osakkeen arvosta. *Kätkettynä oleminen on kuitenkin sisäisen informaatiovarallisuuden perusominaisuus, jota on suojeltava samalla tavalla kuin sijoittajankin ulkoista oikeutta tietoihin.* Arvopaperimarkkinoilla kyse on jatkuvasta tasapainon hakemisesta tiedonantovelvollisuuden ja salaisen yhtiöntiedon välillä.

8.2 INFORMAATION PARALLEELISUUSVAATIMUS

Koska yhtiöllä on paras kuva⁷⁴⁷ liiketoiminnasta ja sitä koskevien tietojen olennaisuudesta, vain yhtiö voi arvioida informaatiovarallisuuden arvon. Vain yhtiö voi valvoa, että kokonaisuus ei menetä arvoaan, vaikka osa tiedoista julkistettaisiinkin. Samalla kun tiedonantovelvollisuutta laajennetaan uusien ulottuvuuksien suuntaan, on huolehdittava siitä, että sen sisältöä ei laajenneta siten, että yhtiö joutuu paljastamaan liikesalaisuuksia. Sen sijaan ne tiedot, joita yhtiö on paljastanut tai joihin se on luonut odotuksia, tuovat yhtiölle velvollisuuksia.

Informaation luoman odotuksen merkitys varallisuusarvona käy ilmi laadukkaan CD-soittimen esimerkistä. Jos soitin ei toimi, asiakkaalla pitäisi olla oikeus saada uusi, jos korjausaika on pitkä. Hän ei ole ostanut riskiä, että laite on kauan korjattavana. Tuotteen hinta verrattuna muihin tuotteisiin puolestaan osoittaa sen, että laadukasta tavaraa on saatavissa eikä asiakas ollut luopunut oikeudestaan saada kunnollinen laite. Hän oli ostanut kokonaisuuden, joka muodostui itse laitteesta ja siihen sitoutuneesta, laatua korostavasta informaatiosta.⁷⁴⁸ Nykyaikaisen tuotannon periaate on, että tuote on normaali ja että yksittäisen kappaleen ongelmaa ei esiinny. Asiakas ei ollut ostanut *vain* yhtä (viallista) tuotekappaletta, vaan myös tuotteen laadukkuuden, josta on maksettu korkea hintakin. Laadukkuus oli käynyt ilmi tuotteen informaatiosta ja mainonnasta. Laadukkuus on tässä tapauksessa tuotetta koskevan informaation varallisuusarvo, jonka mittana oli sen muita korkeampi hinta.

Laadukas informaatio ja laadukas mainonta merkitsevät yhtiön ominaisuuksien ja -tiedon jalostamista tiivistetympään muotoon. Mitä tiivistetympää ja jalostetumpaa tällainen informaatio on, sitä arvokkaampaa se on jo siihen uhratun

⁷⁴⁷ Vaikkakaan ei aina täydellinen.

⁷⁴⁸ Ks. myös Pöyhönen 2000, 121, jonka mukaan ostajan kaupan kohteesta saama informaatio voi myyjän erikseen antamien tietojen lisäksi myös perustua siihen, mitkä seikat ovat kaupanteon yhteydessä olleet ostajan havaittavissa. Näin esimerkiksi pakkaustapa voi muodostaa virheen perusteen, jos tavara ei ominaisuuksiltaan vastaa sitä, millainen ostaja sen pakkauksen perusteella perustellusti edellytti olevan.

investoinninkin (ajan ja rahan) vuoksi. Aina tiivistäminen ei onnistu. Mitä laajemmalle informaatio tällöin leviää, sitä kovempaan markkinatestiin se joutuu. Epäonnistunut informaatio menettää nopeasti arvonsa, kun taas onnistuneesti tiivistetty, jalostettu ja todellisuuden kanssa (paralleeli) yhdensuuntainen informaatio näyttää arvonsa kestämillä ”kulutusta” ja toistoa muuta informaatiota kauemmin.

Juridisesti tämä ei tarkoita sitä, että yhtiön pitäisi vastata laadukkaasta informaatiosta muuta informaatiota ankarammin, muutoinhan yhtiöiden kannattaisi julkistaa vain epäselviä tai monimerkityksellisiä lausumia. Informaation sitoutuminen yhtiöön tarkoittaa pikemmin päinvastoin sitä, että tiedonantovelvollisuuden on usein tullut täytetyksi vasta, kun informaatio on laadukasta ja kattaa kohtuullisesti myös sijoittajien riskiasemat. Tämä merkitsee myös sitä, että *riskitoimialojen arvopaperi-informaation tulisi olla vähemmän riskialttiden toimialojen tiedotusta laadukkaampaa*.

Hedley esittää muita esimerkkejä tuoteinformaatiosta, jonka olisi tullut olla yhdensuuntaista tuotteen ominaislaadun kanssa:⁷⁴⁹

Myyjä oli toimittanut asiakkaalle booritribromidia käytettäväksi osana teollista prosessia mutta laiminlyönyt sen kertomisen, että kemikaali saattaa räjähtää, jos se joutuu kosketuksiin veden kanssa. Asiakkaan tietämättömyydestä aiheutui onnettomuus. Myyjän katsottiin laiminlyöneen tiedonantovelvollisuutensa.⁷⁵⁰

Alusvaatteiden myyjä laiminlöi tiedottaa asiakkaalleen, että vaatteet saattoivat edelleen sisältää jäämiä teollisessa tuotannossa käytetyistä kemikaaleista, jotka oli pestävä pois ennen ensimmäistä käyttökertaa. Seurauksena useat ostajat saivat ihoärsytystä ja -tulehduksia. Myyjä oli laiminlyönyt tiedonantovelvollisuutensa.⁷⁵¹

Nämä esimerkit tuovat esiin informaation paralleelisuuden tuotteen kanssa, mikä on hyvin sovellettavissa arvopaperimarkkinoilla. Paralleelisuusvaatimus korostaa toisen osapuolen (myyjän/yhtiön) proaktiivista roolia vastapuolen informoinnissa.

CD-soitinesimerkki osoittaa, miten informaatio sitoutuu osaksi tuotetta. Jos tuote on susi, mutta informaation luoma mielikuva laadukas, seuraa ristiriita, josta myyjä *informaatiovarallisuuden paralleelisuusvaatimuksen* mukaan vastaa. Tällaisen ristiriidan sisältämä informaatio tuhoaa käytännössä paitsi itsensä myös koko tuotteen nopeasti, sitä nopeammin, mitä laajemmin ja tehokkaammin informaatio leviää markkinoille. Tällöin informaatioon sitoutunut varallisuusarvo romahtaa. Näin käy myös yritysarvolle, jos informaatio ei keskeisiltä

⁷⁴⁹ *Hedley*, 115.

⁷⁵⁰ *Vacwell Engineering Co. Ltd v. B.D.H. Chemicals Ltd* (1971) Q.B. (Rees, J.), M.I.C.C.A.

⁷⁵¹ *Grant v. Australian Knitting Mills Ltd* (1936) A.C.85.

osiltaan vastaa todellisuutta.⁷⁵² Tuotteeseen tai yhtiöön ei siten sitoudu mikä tahansa informaatio, vaan sellainen informaatio, jota vastaava kysyntä on markkinoilla olemassa. Arvopaperimarkkinoilla sijoittaja on ostanut yhtiötä koskevan informaation ja siihen sisältyneet perustellut odotukset. Odotukset näkyvät osakkeen informaatiovarallisuusarvona ja tällöin eri tyyppisten liiketoimintojen omaisuudet voidaan ominaisuuksiltaan jakaa ryhmiin.

Arvopaperimarkkinoilla kaikki julkiseksi tullut tieto realisoituu joka päivä noteeratussa markkina-arvossa. Kukaan ei osaa kuitenkaan yksin varmuudella sanoa, minkä informaatiotekijöiden perusteella yhtiön arvo on juuri se, mikä se on. Kun sijoittajilla on erilaisia käsityksiä yhtiön tulevaisuudesta, yhtiölle markkinoilla muodostuva arvo on sijoittajien yhteistä informaatiovarallisuutta. Se perustuu kunkin sijoittajan markkinoilla tekemään työhön.

8.3 KIERTOLIIKE LUO INFORMAATIOALLE ARVON – ESIMERKKINÄ DUE DILIGENCE -TILANNE

Informaation taloudellista arviointia varten on edellä erotettu toisistaan informaation erilaisia käyttötarkoituksia ja saamistapoja. Yhtiön sisäiselle informaatiovarallisuudelle on haluttu antaa erityinen suoja, koska tällöin informaation on katsottu olevan tehokkaasti allokoitu. *Rudanko* kutsuukin tällaista informaatiota produktiiviseksi informaatioksi, jota voidaan käyttää tuottavasti. Redistributiiviseksi informaatioksi *Rudanko* taas kutsuu informaatiota – tai informaation hankkimista – joka palvelee varallisuuden uusjakoa.⁷⁵³

Arvopaperimarkkinoilla on perinteisesti ajateltu, että informaation varallisuusominaisuus kuuluu vain siihen tietoon, joka on julkistamatonta, asymmetristä. Sen on ajateltu olevan sitä arvokkaampaa, mitä harvemmat sen tietävät. Julkistamisen jälkeen tiedon varallisuusominaisuuden uskotaan dilutoituvan osittain sen saaman julkisuuden vuoksi.⁷⁵⁴

Mutta jos redistributiivista informaatiota tarkastellaan rajatusti noteerattujen yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden perusteella julkistamana informaationa, on sitä, kuten *Rudanko* informaation yleisominaisuutena esittää, vaikeaa pitää tehottomana vain sen vuoksi, että se on julkista ja että siihen on uhrattu

⁷⁵² Ongelma vain on usein siinä, että ennen kuin romahdus tapahtuu, moni informaation vastaanottaja on jo kärsinyt vahinkoa. Jos vahinko on toteutunut paljon ennen romahdusta, on voinut käydä jopa niin, että itse vahingon aiheuttaja on jo poistunut markkinoilta. – Sellaista toimintaa, jossa yrityksen omistajat ovat listautumisen yhteydessä rahastaneet osakkeiden myynnillä omaisuuden ja toimineet sen jälkeen tiedonantovelvollisuuden minimiedellytyksin, on kuvattu joskus sanoilla hit-and-run.

⁷⁵³ *Rudanko* 1998, 219.

⁷⁵⁴ *Rudanko* 1998, 346, tosin katsoo, että julkistaminen ei kuluta tietoa varallisuutena siinä mielessä, että omistaja ei voisi enää käyttää sitä samoin kuin ennen.

kustannuksia. Informaation imeytyminen markkinainformaatioksi antaa sille kyllä anonyymin luonteen, koska julkisen informaation omistajaa on vaikeaa, ellei jopa mahdotonta jäljittää. Mutta tiedon imeytyminen markkinainformaatioksi ei tee siitä tehotonta.

Esimerkiksi tekstiviestin kehittäjää oli vaikea jäljittää, mutta julkinen tieto tekstiviestin olemassaolosta ei tehnyt tiedosta tehotonta. Päinvastoin, jossain yhteydessä tiedon olemassaolo voi osoittautua hyvin tehokkaaksi.

Redistributiivinen informaatio on vain ymmärrettävä välttämättömäksi vaiheeksi, ennen kuin tieto voi muuttua taas produktiiviseksi. *Informaatio elää pikemminkin kiertoliikettä*: produktiivinen informaatio muuttuu redistributiiviseksi ja taas ajan kuluessa takaisin produktiiviseksi. Tästä jatkuvasta kierto-
liikkeestä syntyy taloutta, kilpailukykyä ja tehokkuutta eteenpäin vievä voima.

Sopimusoikeudellisessa informaatioasymmetriassa on näkökohta, jolla voi olla merkitystä myös arvopaperimarkkinoilla. Tehokkuus edellyttää, että informaatio ja varojen hallinta yhdistyvät samoille tahoille mahdollisimman vähäisin kustannuksin. Siten jos varallisuus on jollekin toiselle arvokkaampaa kuin sen omistajalle, edellisen on joko hankittava omaisuus itselleen tai saatettava omistamansa informaatio varojen omistajan tietoon.⁷⁵⁵ Tämä pätee tehokkuuden tavoittelun ollessa tärkein kriteeri, mutta maailma ei ole tehokas eikä toimi täydellisesti.

Sen vuoksi informaatio voi joskus olla arvokkaammassa käytössä ilman sen hyödyntämiseksi tarvittavaa omaisuuttakin. Tällöin informaation tehokkuus toteutuu ilman varojen hallinta-aspektia. Informaation arvoa voidaan tarkastella siten, että se sidotaan pääoman sijasta esimerkiksi toimintatapoihin ja yrityksen kulttuuriin (jotkut huipputeknologian yhtiöt, ns. ”autotalliyhtykset”, ovat alkaneet liian suuren pääomaruiskeen saatuaan toimia tehottomammin tai yrittäjän kiinnostus liiketoiminnan kehittämiseen⁷⁵⁶ on saattanut laimentua tai hävitä kokonaan, kun osa yrityksestä on myyty). Näin informaation tehokasta käyttöä ei aina ole välttämätöntä sitoa ainoastaan pääomaan, vaan *informaation arvo syntyy juuri sen kiertoliikkeestä*.

Informaation arvoa ei silloin etukäteen sidota muihin markkinatekijöihin tai johonkin osapuoleen, jonka etua tai hyötyä ajatellaan. Redistributiivisena markkinatekijänä informaatiolla voi olla laajemmat käyttömahdollisuudet kuin sillä on jonkin toisen tekijän osana. Sitä voidaan ostaa, myydä ja vaihtaa. Se voidaan sitoa vapaavalintaisesti mihin tahansa osapuoleen, markkinatekijään, pääomaan, tuotantoon tai toiseen ideaan.

⁷⁵⁵ Cooter – Ulen, 245 ss.

⁷⁵⁶ Mikä usein voi merkitä yhtiöinformaation struktuurallisen osan kasvattamista.

Ostettavana, vaihdettavana ja myytävänä markkinatekijänä informaatio toimii redistributiivisesti. Informaatio voi uudessa kohteessa löytää uuden käyttö- tai sovellustarkoituksen ja muuttua tällöin takaisin produktiiviseksi. Yhtiöntiedon kyseessä ollen informaation muuttaminen redistributiiviseksi vaatii kuitenkin erillisen päätöksen, jossa tarkasti määritellään tiedon rajat, ennen kuin siitä voidaan vastikkeellisesti luopua. Mitä annettavaa tällä näkökulmalla on arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuudelle?

Informaation arvo voi aiheuttaa pohdintaa arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta esimerkiksi yritysjärjestelyissä, kun informaatiolle joudutaan määrittelemään varallisuusarvo. Näissä tapauksissa vastuut rakennetaan nykyisin yleensä due diligence -tutkinnan (DD) pohjalle.⁷⁵⁷ Sen jälkeen kun yhtiö johto on tehnyt päätöksen asiasta, osapuolet ovat selvät ja tunnistettavat ja ne sitoutuvat toimimaan lojaalisti. DD-prosessi käynnistyy. Tutkinnan jälkeen voidaan todeta, oliko yhtiössä sisällöllisesti se tieto, mitä oli kuviteltu, toisin sanoen, oliko yhtiö niin arvokas kuin odotettiin. (Voidaan kuvitella, että kaikki yhtiötä koskeva data ja muu tieto olisi koottu yhteen huoneeseen. Mitä varmemmin halutaan toimia, sitä suurempi datahuone tarvitaan.)

Markkinoilla oleva informaatio ei kuitenkaan toimi datahuoneen periaatteella, vaan dynaamisemmin ja vivahteikkaammin. Jos sama informaatio, joka käy ilmi DD:ssä, julkistettaisiin markkinoille, huomattaisiin, kuinka laajasti yhtiön informaatiovarallisuus avautuisi kaikille. Kun tätä informaation määrää ja laatua verrataan siihen, mikä markkinoilla on yritysten tiedotustoimin olemassa, huomataan suuri ero sisäisen ja ulkoisen yhtiöntiedon määrän ja laadun välillä.⁷⁵⁸

⁷⁵⁷ Lindholm – Hakorannan, 83, mukaan due diligencellä tarkoitetaan kansainvälisessä yritys-kauppakäytännössä ostajan ennakkotarkastusta. Nimitys on peräisin Yhdysvalloista ja pohjautuu sikäläiseen arvopaperimarkkinalainsäädännön neuvonantajia koskeviin vastuunormeihin, joissa asetetaan neuvonantajille velvollisuus varmistua annettujen tietojen paikkansapitävyydestä riittäväällä huolellisuudella vastuun välttämiseksi toimeksiantojen hoitamisen yhteydessä. Tämän huolellisuusvelvollisuuden täyttämiseksi neuvonantajat suorittivat tarkastuksia, joista yleensä laadittiin raportteja sen osoittamiseksi, että on toimittu riittävän huolellisesti. Ks. myös Syrjänen, 97 ja 106.

⁷⁵⁸ Kurkela – Ståhlberg, 919–920, antavat tilaa tulkinalle, jonka mukaan jos yhtiön johto on noudattanut arvopaperimarkkinalakia ja sen mukaista julkistamisvelvollisuuttaan, ei due diligence -tarkastuksessa siis voitane löytää vielä julkistamattomia ”objektiivisia” tietoja, aivan tuoreimpia tietoja lukuunottamatta [vrt. yhtiöntiedon perusominaisuudet 4.2.2]. He eivät kuitenkaan halua antaa tälle sitä merkitystä, että due diligence -tarkastuksessa saatu ja kerätty tieto ei olisi pääsääntöisesti sisäpiirintietoa ja ehdottavat *de lege ferenda*, että tarkastuksen suorittamista seuraisi pitkäkö kaupankäyntikielto. – Vrt. HE 293/1994, 19, jonka mukaan ”määräämisvallan antavan osake-erän luovuttamisella tai vastaanottamisella ei ole sama tavoite kuin arvopaperikaupassa yleensä. – Sen vuoksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä ei ole tarkoitettu ulottaa liiketoiminnan arvon määrittämiseksi tarvittavien tietojen vaihtoon tällaisten luovutusten yhteydessä”. Tämä ei kuitenkaan, HE 317/1992, 35, merkitse sitä, etteikö yrityskaupan valmistelun yhteydessä kaupan kohteesta neuvottelukumppanille annettavat tiedot voisi olla myös sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellolla on pyritty sen oikeudettoman hyötymisen estämiseen.

DD:n sisältämä informaatio ei olisi julkistettaessa vain sen arvoinen kuin ostaja olisi siitä valmis maksamaan, vaan arvokkaampi, koska se käynnistäisi kilpailun ja siten olisi myös olennainen arvopaperin arvoon vaikuttava tekijä.

Tiedonantovelvollisuus on asetettu yhtiölle tavoitteena arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen säilyttäminen ja mahdollisimman laajan julkisuuden aikaansaaminen olennaisista seikoista kaupan kohteena olevien arvopaperien arvon oikeaksi määrittämiseksi.⁷⁵⁹ Kaikissa lain esitöissä mainituissa kohdissa, joissa puhutaan julkistettavien päätösten luonteesta, tarkoitetaan yhtiön omia päätöksiä (mm. osingonjakoa, osakeantia, organisaation ja toiminnan merkittäviä järjestelyjä). Siltä osin kun puhutaan yrityskaupasta, tarkoitetaan nimenomaan yhtiön omia mahdollisuuksia toteuttaa itse suunnitteleman yrityskauppa.

Puuttumatta laajemmin AML 6 luvun 2 §:n mukaiseen tiedonantovelvollisuuteen, on edellä olevalla ajattelulla käytännössä otettu kantaa yhteen asiaan, joka liittyy jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. OYL 8 luvun 6 §:n mukaan hallituksen tulee päättää toimista, jotka ovat yhtiön toiminnan laajuuden ja laadun huomioon ottaen epätavallisia ja laajakantoisia. DD-tarkastus on epäilemättä juuri tällainen. AML:n esitöiden ja pörssin ohjeiden mukaan valmisteilla olevia päätöksiä ei kuitenkaan tarvitse julkistaa. Onko DD-tarkastuksen käynnistäminen siten katsottava päätökseksi, jota ei tarvitse julkistaa, koska DD-tarkastus on yrityskaupan valmistelun alainen asia? Ei, vaan DD-tarkastuksen käynnistäminen tulisi julkistaa.

Ostotarjouksen kohdalla ei ole kyse yhtiön omasta yrityskaupasta, vaan yhtiön ulkopuolisesta päätöksestä, jonka valmistelu ja käynnistyminen ovat yhtiöstä riippumattomia. Näin ollen jos ulkopuoliselle annetaan oikeus DD-tarkastukseen, vähintään asiaa koskeva päätös on julkistettava. Tilannetta voi verrata esimerkiksi yhtiön erityistilintarkastukseen, johon vaaditaan niinkin vahvan elimen kuin yhtiökokouksen päätös (siinäkin tapauksessa eivät tilintarkastajat ole velvollisia julkistamaan kuin tarkastuksen lopputuloksen). Näin ollen oikeuskirjallisuudessa esitetty päinvastainen kanta tarkastuksen sallimisen julkistamatta jättämisestä on kestävä.

Päinvastaiselle kannalle on esitetty perusteluna muun muassa se, että päätös due diligence -tarkastuksen sallimisesta ei koskisi suoranaisesti yhtiötä tai sen toimintaa eikä vaikuttaisi yhtiön varallisuusasemaan tai tuloksentekokykyyn.⁷⁶⁰

⁷⁵⁹ HE 157/1988, 28.

⁷⁶⁰ Kurkela – Ståhlberg, 918. Myös Haussila, 313, joka esittää lisäksi, että [DD-]tarkastuksen salliminen tai sen suorittaminen ei myöskään itsessään liene sellainen seikka, joka voi olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon. Tähän näkökantaan en saata kuitenkaan yhtyä. – Rata tarkastelee julkistamisvelvollisuutta due diligence -tutkimuksesta mahdolliseen esisopimukseen liittyen. Ratan (lausunto 12.9.1997, dnro 8/264/97) mukaan DD-tutkimusta mahdollisesti edeltävä julkistettava sopimus (esim. esisopimus) voi sisältää edellytyksen DD-tutkimuksen tekemisestä, jolloin myös sopimuksessa mainittu tieto tehtävästä DD-tutkimuksesta tulee julkistaa. Vrt. Kurenmaa, 144.

Nimenomaan näihin seikkoihin due diligence -prosessin käynnistäminen vaikuttaa. Se merkitsee, että koko yhtiön nykyinen toiminta ja tuloksentekokyky asetetaan uudelleen valinkauhaan. Sen tuloksena ulkopuolisen tekemät päätökset voivat vaikuttaa esimerkiksi siihen, jatkuuko yhtiön toiminta nykyisessä muodossaan lainkaan.

Due diligence -tarkastuksessa osa yhtiön salaisesta tiedosta, jota ei ole julkistettu, on vaarassa siirtyä yhtiön ulkopuolelle, eikä muilla mahdollisesti kiinnostuneilla ole tilaisuutta vastaavaan tarkastukseen.⁷⁶¹ Kuitenkin muillekin tulisi antaa tilaisuus ja oikeus oman näkemyksensä esittämiseen eikä rajoittaa oikeutta yhtiön omistamaan tietoon vain yhdelle taholle. Tiedon julkistamisvelvoitteella ehkäistäisiin myös mahdollisuus spekuloida osakkeenomistajien ja yhtiön varallisuudella.

8.4 INFORMAATION TAKUULUONNE

Jatkuvan informaation tarkoituksena on päivittää ja turvata niitä perusteita, joiden pohjalta sijoitus yhtiöön aikanaan tehtiin. *Se ei turvaa investointihyötyä, mutta vähentää vajavaisesta, puutteellisesta tiedosta aiheutuvaa riskiä.* Informaatiolla on siten ”takuun” ominaisuuksia. Takuun määrä vaihtelee sen mukaan kuin ennakoitavuus tuottojen toteutumisesta muuttuu. Se voi parantua tai heiketä.

Myös *Posner* rinnastaa informaation ja takuun, mutta kärjistää vielä pidemmälle:

”Competitive pressures make sellers offer warranties (enforceable guarantees) of particular characteristics of their products. A warranty is not a disclosure. It is better than that: It is a guaranty of results, and so makes the disclosure of information unnecessary. A manufacturer of television sets who warrants that the tube will last three years need not disclose what the useful life of the tube is. If it wears out after only one year, the consumer is no worse off; he gets the tube replaced free of charge.”⁷⁶²

Se takuu, josta *Posner* puhuu, on leima, jonka takana on valmistajan oma laaja yhtiöinformaatio, yhtiöntieto. Takuu on *Posnerille* vain sisäisen informaation ulkoinen kiteytymä, jonka perusteella sekä ostajalle että myyjälle syntyy oikeuksia. Jos informaatiota ei haluttaisi kiteyttää ja pelkistää näin pitkälle, informaatio pitäisi avata ja kertoa julkisuuteen. Tämä juuri on tiedonantovelvollisuudenkin tarkoitus.

⁷⁶¹ Sisäpiirintiedon mahdollisesta siirtymisestä due diligence -prosessin yhteydessä yhtiön ulkopuolelle ks. tarkemmin *Wist – Oker-Blom – Pöntynen*, 438–441.

⁷⁶² *Posner*, 112.

Takuun luonne on tavarasidonnaisessa kaupassa ymmärretty sellaiseksi, että se joko on tai sitä ei ole.⁷⁶³ Mutta silloin kun takuu ilmenee informaatiossa, takuun arvo määrittyy osaksi yhtiön julkistamista tiedoista ja osaksi toisen osapuolen (informaation vastaanottajan) toimesta, hänen kyvystään hyödyntää takuuta. Se, millä tavalla takuuta voi hyödyntää, on normituksella pyritty säätämään sellaiseksi, että se olisi mahdollisimman tasapuolinen kaikille. Informaatioon sitoutunut takuu ei siis ole, päinvastoin kuin tavarakaupassa, riippuvainen neuvotteluasemasta, ostetun tavarán määrástá tai muusta suhteesta myyjään, vaan on lähtökohdiltaan sama kaikille. Siitä huolimatta takuun arvo vaihtelee, ei ostajittain (sijoittajittain), vaan yhtiö voi itse laskea takuun arvoa antamalla sellaista informaatiota, joka alentaa osakkeen arvoa. Vastaavasti se voi nostaa takuun arvoa. Takuu toisin sanoen elää yhtiön näkymien mukana. Se, hyödyntävätkö sijoittajat yhtiön antamaa takuuta, on toinen asia, mutta se ei muuta informaation luonnetta arvopaperin takuuminaisuutena.

Takuu vaikuttaa osapuolten etuaseisiin. Se ei anna suoraa turvaa, mutta parantaa ostajan etuasemaa ja heikentää samalla myyjän asemaa.⁷⁶⁴ Sen ei kuitenkaan tarvitse tapahtua vastikkeetta. Tavaratakuussakin voisi olla mahdollista sellainen ajattelu, jossa takuun arvo olisi riippuvainen toisen osapuolen (ostajan) osallisuudesta tuotetta koskevan käyttöinformaation antamiseen valmistajalle. Näin ostajat kytkettäisiin verkottumaan yhteen valmistajan kanssa. Takuun arvo voisi toisin sanoen kasvaa, jos valmistaja saisi puolestaan informaatiota tuotteen sopivuudesta erilaisiin käyttöyhteyksiin ja näin mahdollisuuden parantaa tuotteen laatua entisestään.

Takuun luonne voi vaihdella liiketoiminnan mukaan, eikä jäykkä takuukäsite ehkä aina sovellukaan muuttuvan talouden tarpeisiin ja kulutustilanteisiin. Takuun joustaminen tilanteen mukaan on parempi vaihtoehto, kuin jos valittavana olisi vain kaksi vaihtoehtoa (takuu joko on tai sitä ei ole).⁷⁶⁵ Tiedonantovelvolli-

⁷⁶³ Oikeuskielessä takuu-termi (garantia) on *Aurejärven* mielestä varsin laaja ja epämääräinen. Kirjallisuudessa on jopa keskusteltu siitä, pitäisikö takuuterminologiasta kokonaan luopua. Hän näkee sille kuitenkin käyttöä esimerkiksi vekselioikeudessa. Vekselivelallisen vastuun ”todellinen” perusta edellyttää sekä lakia että tahdonilmaisua: kun tahdonilmaisuus on annettu, sillä on lain mukaan tietyt oikeusvaikutukset. Vekselivelallisten sidonnaisuuteen sana ”takuu” – sopii, mutta mitään *päätelmiä* ei ko. terminologiasta *Aurejärven* mukaan tule tehdä. *Aurejärvi* 1986, 114.

⁷⁶⁴ Yleensä takuun antavat myyjät liittävät takuuehtoihin ostajan etuasemaa heikentäviä lisäehtoja ja pyrkivät näin vähentämään oman asemansa heikentymistä. Suuri osa juridista keskustelua onkin pyrkimystä tunnistaa annetun takuun aina välttämättä myyjälle tai takuun antajalle asettamat minimivelvollisuuden lisäykset. Tässä takuun idea on kuitenkin hieman toinen.

⁷⁶⁵ Vaikka (esimerkiksi vahinko)takuu ei realisoidu, jos vahinkoseurausta ei tapahdukaan (hankittua hyödykettä voidaan sovitusta poikkeamasta huolimatta sittenkin käyttää haluttuun tarkoitukseen), ei voida sanoa, että takuusta olisi maksettu turhaan, koska omalle vastuulle jäävä riski oli koko vakuutuksen voimassaoloajan vähäisempi. Vaikutus toteutuu riskiposition kautta niin, että sijoittajan down side on takuun verran alhaisempi siitä riippumatta, realisoituko down side tarkasteltavana olevana ajanjaksona. Vaikutus toteutuu siten alhaisempana tarpeena varaustoi-
miin down siden realisoitumisen suhteena, konkreettisesti esimerkiksi säästettyinä vahingon vakuuttamismaksuina (jos vakuutus olisi mahdollinen).

suuden ja julkistamattoman tiedon tasapainoa haettaessa *informaatiovarallisuus on muuttuja, joka tuo varallisuusedut ajoittain eri markkinaosapuolten ulottuville*. Informaatiovarallisuuden sisäinen ja ulkoinen puoli luovat tilanteesta riippuen oikeuksia eri osapuolille: sijoittajalle siten, että hänellä on oikeus luottaa annettuun informaatioon ja hyödyntää korkea kurssi myymällä osakkeita tai ostamalla niitä lisää osakkeen ollessa halpa. Yhtiölle ne antavat mahdollisuuden esimerkiksi yritysostoihin tai toimintavapauden laajentamiseen ja medialle mahdollisuuden hyötyä kaupallisesti informaationhankintaan investoiduista resursseista – kukin osapuoli saa varallisuusetuja, ilman että heikennetään yhteiskunnan rajallisten resurssien allokoitumista tehokkaasti tuottaviin kohteisiin.

Arvopaperimarkkinoilla yhtiöt antavat jo nyt itsekkin laajan tai suppean informaation (avoimuuden) kautta vastaavasti laajan tai suppean takuun sijoittajille. Teoria, jonka mukaan sijoittajat laskevat osakkeeseen liittyvän epävarmuuden osakkeen hintaan edellyttämällä korkeampaa tuottoa isompaa riskiä vastaavasti, on yksi osoitus juuri tästä.

Pörssi ei voi antaa mitään muuta takuuta kuin valvontatakuun siitä, että osakkeella käytävälle kaupalle on riittävät hinnanmuodostusedellytykset. Pörssi ei tietenkään voi taata, että yhtiön julkistama informaatio olisi oikeaa, vaan että sitä ylipäänsä on riittävästi suhteessa siihen, mitä pörssi muuten markkinoista, muista yhtiöistä, niiden julkistamiskäytännöistä sekä sen tietoon tulleista luottamuksellisista tiedoista tietää. Näin ollen pörssin antama perustakuu on luonteeltaan heikko, kun taas yhtiön antama takuu vahva.

Informaatioon sisältyvä takuuluonne näkyy konkreettisesti silloin, kun takuun-tarve realisoituu. Arvopaperimarkkinoilla tunnettu sanonta kuuluu ”sijoittajat vihaavat yllätyksiä”. Miksi? Siksi, että informaatio muodostaa takuun. Takuun-tarve realisoituu, jos aiemmin annettu informaatio osoittautuu pitkältä ajalta paikkansa pitämättömäksi uuden tilanteen muuttaessa kerralla kaiken. Takuu osoittautuu katteettomaksi – eli yhtiö on jossain vaiheessa laiminlyönyt velvolisuutensa antaa markkinoille osakkeen arvon määrittämiseksi riittävät tiedot ja oikean kuvan.

Jos tällaisessa tilanteessa tarkasteltaisiin asiaa tiedonantovelvollisuuden pistekäsityksen mukaan, mitään rikkomusta ei olisi tapahtunut, koska yhtiö tiedotti vain yksittäisestä seikasta, joka oli ”sattumalta” tullut sen tietoon. Tiedotuksen prosessikäsityksen mukaan taas yhtiö olisi rikkonut normia vastaan, kun se ei ollut signaloinut suunnitelmistaan tai tilanteen kehittymisestä aiemmin edes yleisellä tasolla.

Lojaliteetti sen sijaan edustaa informaatiovarallisuudessa pakollisten tiedonantojen päälle tulevaa laatuleimaa. Olisi siten luontevaa jäsentää lojaliteetti tiedonantovelvollisuuden keskeiseksi osatekijäksi. Pitkään jatkunut ja tunnis-

tettu lojaliteetti parantaa informaation luotettavuusarvoa, jota eri yritykset aikaansaavat ja toisaalta pääsevät hyödyntämään eri tavoin.

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen lojaliteetti on tällöin eräänlainen vastavuoraisuusperiaate, joka on sopimusoikeudessa keskeinen. Vastavuoraisuuden perusajatus on kuitenkin monin paikoin nykyaikaan tultaessa kadonnut, eikä sitä ole tarvinnut pitää alkuperäistä taustaa vasten esillä kuten silloin, kun lainsäädäntö oli vielä suhteellisen kehittymätön. On ollut vallalla hybris: On säännöt, noudatetaan siis niitä. Nyt on huomattu, että säännöt eivät riitä, koska niitä on liikaa. Kehittyneiden sääntöjen taustalla olevia voimia ei saisi unohtaa, vaan pitäisi pyrkiä pitämään juridinen päättelytaito voimassa. Muuten vaihtoehtona on, että sääntelytehokkuus heikkenee. Lojaliteetti voi vaikuttaa tällöin sekä sellaisen informaation julkistamiseen, joka on suoraan nykyisten osakkeenomistajien intressissä, että sellaiseen informaatioon, joka on epäsuorasti myös markkinoiden intressissä. Lojaliteetti niveltyy siten osaksi sekä sisäistä että ulkoista informaatiovarallisuutta. *Julkistetun informaation tarkoituksena ei ole tällöin ensisijaisesti riskien allokointi, vaan yhteistoimintaan sitoutuminen.*⁷⁶⁶

8.5 MEDIAN LEVITTÄMÄN VÄÄRÄN TIEDON KUSTANNUKSET ARVOPAPERIMARKKINOILLA

Informaatiovarallisuus on olemassa vain reaaliaikaisesti. Siitä huolimatta se aiheuttaa tarpeen varallisuuden ylläpitoon. Tietoa, joka on nostanut yhtiön osakkeen arvoa, täytyy valvoa ja seurata. Yhteiskunnan kokonaisvarallisuuteen vaikuttavaa tietoa pitää suojata jonkin markkinaosapuolen loukkauksilta ja väärän tiedon levittämiseltä, jotka tuhoavat varallisuutta.

Jokainen markkinoilla esiintyvä väärä, harhaanjohtava tieto tai virhe aiheuttaa kustannuksia, kun taas oikea informaatio edistää allokatiivista tehokkuutta.⁷⁶⁷ Varallisuudesta tiedottamiselle, yhtiöntiedon kätketylle, sisäiselle ja toisaalta julkistetulle, ulkoiselle informaatiovarallisuudelle voidaan siten niiden luonteen mukaan asettaa *totuudellisuusvaatimus*, koska tiedonsaaja-osapuolella ei useinkaan ole mahdollisuutta verifioida tietojen paikkansapitävyyttä. Tätä *totuudellisuusvaatimusta voi laajentaa muita markkinaosapuolia, myös mediaa, koskevaksi siten, että harhaanjohtavan tiedon tahallinen esittäminen kiellettäisiin.*

⁷⁶⁶ Vrt. Gordon, 569.

⁷⁶⁷ Kronman, 2–3. Ks. myös Rudanko 1998, 219. – Tiedonantovelvollisuuden tehokkuutta harkittaessa joudutaan kuitenkin ottamaan huomioon informaatio sääntelystä aiheutuvat kustannukset, joihin kuuluvat myös sääntelyn adverse selection -tyyppiset sivuvaikutukset. Tämä tarkoittaa mm. heikomman suojaksi säädettyjen normien tosiasiallisten vaikutusten kohdistumista juuri suojeltavia vastaan transaktiokustannusten lisääntymisen vuoksi. Cooter – Ulen, 245 ss. ja 255, Posner, 444 ss. ja Timonen 1997, 96 ss.

Joukkotiedotusvälineiden markkinoille levittämällä totuudenvastaisella informaatiolla on desktruktiivinen ominaisuus.⁷⁶⁸ Se tuhoaa yhteisten resurssien ohjautumista parhaiten tuottaviin kohteisiin. Siksi sitä pitää ehkäistä samalla, kun edistetään oikean ja perustellun tiedon nopeaa leviämistä kaikkien käyttöön. Markkinoille levitettyyn väärään informaatioon on kuitenkin suhtauduttava eri tavoin sen mukaan, kuka on tiedon julkistaja. On selvää, että eri osapuolten roolit tiedonjulkistuksessa ovat yhteydessä niiden tausta-asemiin. Siksi on ero esimerkiksi sillä, onko tiedon levittäjä yhtiö vai media. Yhtiön julkistamien tietojen (ulkoinen informaatiovarallisuus) taustalla ovat aina yhtiön kätketyt tiedot (sisäinen informaatiovarallisuus).

Informaationsuojaperiaate muodostuu oikeudesta omistaa informaatio ja oikeudesta suojata sitä. Yhtiön omistaman sisäisen informaation osalta lainsäädäntöön sisältyy liikesalaisuutta suojaava säännös. *Yhtiön ulkoiseen, julkistettuun ja siksi yhteisesti omistettuun informaatioon kuuluu arvopaperimarkkinain totuudellisuusvaatimus, joka suojaa kaikkia, paitsi sijoittajia myös suurta yleisöä.* Samalla oikeudellisella periaatteella on kaksi puolta. Yhtiön sisäisesti informaationsuojaperiaate on informaatioon sisältyvä varallisuus (oikeus omistaa ja suojata). Yhtiön ulkoisesti sama periaate näyttäytyy totuudellisuusvaatimuksena (oikeus kaikkien omistaa ja suojata). Ulkoinen suoja syntyy kaiken levitetyn informaation totuudellisuusvaatimuksesta.

Annettuun tietoon liittyy aina myös tiedon välittäjän vastuu tiedon käytöstä. Analogia median vastuusaseman syntymiseen on johdettavissa seuraavasta esimerkistä.

KKO:1994:101. A oli luontaishoidon asiantuntijana esiintyen ja tietoisena siitä, että sokeritautia sairastaneen lapsen *vanhemmat luottivat häneen* ja noudattivat hänen ohjeitaan, neuvonut vanhempia korvaamaan lapsen hoidossa lääkärin määräämän insuliinihoidon ns. kuhnehoidolla. *A:n ohjeilla oli ollut suuri vaikutus vanhempien päätökseen olla antamatta insuliinia lapselle.* Sairauden pahennuttua *A:n olisi pitänyt käsittää, ettei hänellä ollut tarvittavia tietoja ja ammattitaitoa* tällaisten ohjeiden antamiseen. A, joka oli henkilökohtaisesti tullut hoitamaan lasta ja tuolloin havainnut tämän olevan hälyttävässä kunnossa, oli lisäksi laiminlyönyt huolehtia siitä, että lapsi olisi ajoissa saanut insuliinia tai saatettu sairaalahoitoon, seurauksin, että lapsi oli kuollut.

A, joka *tosin ilmeisesti itse oli uskonut hoitomuotonsa tehokkuuteen*, ei ollut voinut nojautua *puolueettomaan tietoon tai perusteeseen, joka olisi horjuttanut käsitystä*, että sokeritaudissa insuliinihoito oli välttämä-

⁷⁶⁸ Gluckman, 307–316, katsoo, että mikäli selän takana puhuttavat kaunat, konfliktit, erimielisyydet ja mustamaalauskampanjat käytäisiin julkisuudessa, seurauksena olisi vähintäänkin sarja välirikkoja ja äärimmillään pienten konfliktien välitön paisuminen suuriksi julkisiksi riidoiksi, mikä voi johtaa yhteisön nopeaan hajoamiseen. Juoru on siten yhteisön toimintaa ajatellen ”funktionaalista”.

tön ja ettei se ollut korvattavissa kylpyhoidoilla. Hän oli vastuussa hoitosuhteessa antamiensa vääräksi osoittautuneiden ohjeiden noudattamisesta aiheutuneista seurauksista. A:n katsottiin syyllistyneen kuolemantuotantamukseen.

Luontaishoitajan vastuuaseman syntymisellä on oikeudellinen analogia media-vastuun syntymiseen. Valtaosin media on saanut (ainakin Suomessa) lukijoiden luottamuksen. Luontaishoitajan tapauksessa luottamus vanhempien ja hoitajan välille oli syntynyt luontaishoitajan antaman informaation kautta ja toisaalta vanhempien tarpeesta auttaa lastaan, ratkaista ongelma. Media on tässä verrattavissa kuhnehoitajaan, jolloin vastaavanlaisen vastuun peruste on yleisön ja median välille kehittynyt luottamuksellinen suhde, jota korostaa median rooli ylivertaisena tiedonvälityskanavana.

Median vastuu syntyy siitä, että se julkaisee, ei vain uutisia yleensä, vaan valikoimiaan uutisia. Se on tietoisesti valinnut kentän, jossa sen tarkoitus on toimia tiedonvälittäjänä. Media tuottaa lukijoiden tarpeeseen informaatiota, johon nämä ainakin osittain tukeutuvat ratkaisuja tehdessään. Koska valtaosa näistä uutisista on paikkansapitäviä, syntyy tämän edelläkäyvän toiminnan kautta lukijoiden luottamus siihen, että muutkin yhtiötä koskevat tiedot ovat paikkansapitäviä. Näin ei kuitenkaan aina ole.

Samalla tavalla kuin luontaishoitajan olisi pitänyt käsittää, ettei hänellä ollut tarvittavia tietoja ja ammattitaitoa tällaisten ohjeiden antamiseen, *median edustajan pitää käsittää, milloin hänellä on riittävät tiedot ja ammattitaito yhtiön liiketoiminnan kuvaamiseen.*⁷⁶⁹ Valintoja tehdessään luontaishoitajan oli tullut ottaa huomioon se, että vanhemmat luottivat häneen. On kohtuullista edellyttää median osaamiseen kuuluvan, että se pysyy ajan tasalla oman kirjoittelunsa ja toimintansa vaikutuksista ja seuraa niitä. Luontaishoitotapauksessa ensisijainen vastuu oli vanhemmilla, arvopaperimarkkinoilla ensisijainen vastuu on yhtiöllä ja sijoittajalla. Toissijainen vastuu oli hoitajalla, arvopaperimarkkinoilla se on muilla, yleensä luottamuksellisesti toimivilla osapuolilla, kuten medialla. Lapsen, kuten yhtiönkin, kannalta muiden osapuolten tekemät valinnat voivat olla joskus kohtalokkaat, kun ratkaisut syntyvät muiden osapuolten keskinäisen vuorovaikutuksen kautta.

Oikeudellisessa ajattelussa ovatkin viime aikoina olleet yhä enemmän esillä luottamuksensuojaan perustuvat vastuumallit. Niissä on ensi sijalla ollut juuri virheelliseen tietoon luottaneelle aiheutunut varallisuusvahinko, jonka on aiheutanut sopimuksenulkoisen osapuoli.⁷⁷⁰

⁷⁶⁹ Nostokonepalvelu-tapauksessa Hgin KäO R 00/19812 (29.6.2001) huomioi toimittajan kokemuksen ja pitkän ammattiuran, jonka mukaan toimittajan oli täytynyt tuntea aiempaa oikeuskäytäntöä siitä, miten väärin tietojen julkaiseminen on johtanut paitsi rangaistukseen, myös vahingonkorvausvastuuseen [jutusta lähemmin luvussa 4.5.1].

⁷⁷⁰ Rudanko 1998a, 173 n. 49, mainitsee esimerkkinä neuvontavastuuta koskeneen tapauksen (ns. Hedley Byrne [1964] A.C.465). Pankki oli toimittanut toiselle pankille, jonka asiakas vahinkoa

Kronman esittää kaksi esimerkkiä:

”A owns two tracts of land, Blackacre and Whiteacre. B makes a written offer to buy Blackacre for \$10 000. A knows that B is under a mistake as to the names of the tracts and that the more valuable tract, Whiteacre, is the one that B has in mind. A accepts B’s offer without disclosing B’s mistake to him. Though A is in no way the cause of B’s original mistake, the lack of disclosure is fraud.

A learns that the business of C, a corporation, has suffered a serious loss. He knows that B is ignorant of the loss, and without disclosing it to B, contracts to sell to B shares in the corporation. A has no fiduciary relation to B. A’s non-disclosure is not fraud. If the mistake had been mutual it would not have made the contract voidable.”

Molemmissa tapauksissa yksi osapuoli on erehtynyt ja toinen osapuoli tietää sen. Molemmissa tapauksissa paremmin informoitu osapuoli oli myyjä. Tapaukset erottaa toisistaan niiden sisältämän tiedon luonne. Vain jälkimmäiseen tapaukseen liittyvä tieto (markkinainformaatio) oli tulosta työstä, johon paremmin informoitu osapuoli oli uhrannut resursseja.⁷⁷¹

Tilannetta voidaan tarkastella seuraavasti muunneltuna: Tiedot, että Blackacre on arvokkaampi ja C oli menestyvä yritys, ovat edelleen virheelliset. Tiedot on kuitenkin julkistanut media, tarkistamattomina. A tietää, että tiedot ovat virheellisiä, mutta B uskoo median kirjoittelut. Tällöin käy ilmi median vastuu sijoittajien ja yhteiskunnan resurssien väärin allokoinnissa. Kauppasopimuksia A:n ja B:n välillä ei voi yleisesti muuttaa vain sillä perusteella, että media on julkistanut asiasta virheellisiä tietoja.⁷⁷² Esimerkit osoittavat kuitenkin, kuinka media vaikutti ulkoisen informaatiovarallisuuden tuhoutumiseen julkaistessa tarkistamattomia, paikkansa pitämättömiä, yksipuolisia juttuja, joiden seurauksena kaupat tehtiin.⁷⁷³

Sama pätee yhtiöntiedon vääristelyyn julkisuudessa. Yhtiö on saattanut sijoittaa tiedon hankkimiseen merkittävästi resursseja, jotka voivat valua hukkaan sen vuoksi, että median kirjoittelu vääristelee tietoa ja antaa kokonaisuudesta virheellisen kuvan.

kärsinyt mainostoimisto oli, välitettäväksi virheellisen luottotiedon mainostoimiston asiakkaaksi pyrkineestä yrityksestä. Vahingonkärsijän ja ensiksi mainitun pankin välillä katsottiin olevan sopimusta muistuttava erityissuhde, joka aiheutti pankille korvausvastuun perustavan huolellisuusvelvoitteen. Tätä on pidetty merkkitapauksena luottamusvastuun kehittymiselle angloamerikkalaisessa oikeudessa, *Rudanko* 1998b, 71.

⁷⁷¹ *Kronman*, 28.

⁷⁷² Kaupallisissa suhteissa oikeudellista vastuuta voidaan jäsentää selvittämällä, millaiset mahdollisuudet osapuolella on kontrolloida häiriötekijöitä ja niiden haittavaikutuksia.

⁷⁷³ *Ibid.*, 2.

”Kuviteltu esimerkki. Jossakin päin itäistä Suomea toimii tyylihuonekaluja valmistava yritys, jonka nimi on O Oy. Länsirannikolla sijaitsee toinen yritys, vihanneksia jalostava Å Ab. Toimittaja kuulee vakituiselta, luotettavalta lähteeltään puhelimesta varman tiedon: ’Oon tilanne näytetään tosipahalta. Markkinat romahti, toimitusjohtaja juo ja verottaja on perässä saatavineen.’

Toimittaja muistaa itäsuomalaisen yhtiön hyvin. Sillähän meni jo kolme vuotta sitten kurjasti. Islamilainen vallankaappaus eräässä maassa aiheutti valtavan tappion, kun jo valmiiksi rakennetut ruhtinaanpalatsin kalusteet jouduttiin dumpaamaan maailmanmarkkinoille puoleen hintaan. Ei ihme, että se on menossa vasaran alle, toimittaja tuumaa. Toimittaja kirjoittaa juttunsa otsikolla ’O Oy:n rahoittajat saivat tarpeekseen – konkurssi uhkaa’.

Aamulla O Oy:n toimitusjohtaja saa ensimmäiset puhelunsa, ennen kuin on ehtinyt edes haaleaa kahvikupillista juoda. Rahoittajat, asiakkaat ja tavarantoimittajat soittavat ja kysyvät lehtiutusta. Vaikka maksamattomien laskujen eräpäivään on vielä aikaa, velkojat muistuttavat, että ne on lähetetty. Jo valmiiksi neuvoteltu O:n pankkilaina järeää investointia varten peruutetaan pankinjohtajan yksiselitteisellä soitolla ennen puoltapäivää. Ja koko ajan toimitusjohtaja yrittää selvittää, miten lehtiutusto on lähtenyt liikkeelle.

Seuraavana päivänä lehdessä on oikaisu. Konkurssiin ei olekaan menossa O Oy, vaan Suomen toisella laidalla sijaitseva Å Ab. Ja sekin vain siksi, että kevään poikkeukselliset ilmasto-olosuhteet Suomen länsirannikolla ovat rassanneet elintarvikkeita jalostavan yrityksen tuotantoa. Oikaisu ei paljoa O Oy:n toimitusjohtajaa lohduta. Vaikka hän saa oikaisun lehteen ja soittaa ja selvittää asian pankille, asiakkaille ja tavarantoimittajille, leima on päällä. ’O:n rahoittajat saivat tarpeekseen – konkurssi uhkaa.’ ”⁷⁷⁴

Oikeustaloustieteessä katsotaan, että yritysjohdon kykenemättömyys uskottavasti välittää tietoa omasta tehokkuudestaan merkitsee sijoittajien näkökulmasta ”vain” sitä, että heidän tuottovaatimuksensa nousee eli sijoittajat ovat valmiita maksamaan osakkeesta vähemmän kuin aikaisemmin.⁷⁷⁵ Informaatiovarallisuuden näkökulmasta tässä asetetaan koko vastuu ”oman tehokkuuden välittämisestä” yritysjohdolle, vaikka markkinatiedon arvottamiseen vaikuttaa ennen kaikkea juuri media, jolle kuuluu osavastuu. Se saattaa riistää muilta markkinaosapuolilta mahdollisuuden tiedon puolueettomaan arviointiin ilman ennakkotasenteita.⁷⁷⁶ Saadaksean siten edes perusedellytykset asiakasmarkkinoilla toimimiseen yhtiö joutuu hankkimaan ensin median ”hyväksymisen”. Koska tämä

⁷⁷⁴ Herlin, 182–183.

⁷⁷⁵ Kaisanlahti 1999, 98.

⁷⁷⁶ Monille yrityksille on siten turhauttavaa, että vaikka yritys omalla toimialallaan olisi kuinka tehokas kilpailijoihin verrattuna, niin jos toimiala ei ole attraktiivinen, sen osakekurssi kärsii ja saattaa olla jopa alle substanssiarvon. Tällöin ei siis ole kyse niinkään yrityksen tehokkuudesta, kuin siinä olevien voimavarojen makaamisesta sellaisissa kohteissa, jotka eivät ole sijoittajien arvostamia.

on median keskinäisen kilpailun vuoksi entistä vaikeampaa, yhtiöt alkavat siirtää tietojensa julkistamista mahdollisimman pitkälle. Se puolestaan vähentää tiedon tulemistä redistributiiviseksi, kaikkien saataville ja yleisesti hyödynnettäväksi. Näin myös sijoittajat saavat tiedot puutteellisina eivätkä yhteiskunnan varat allokoitu tehokkaimmalla mahdollisella tavalla.

Samaan päätyvät hieman toisesta näkökulmasta *Easterbrook* ja *Fischel*, jotka katsovat, että markkinat tuottavat ”liian vähän” informaatiota arvopapereista, jos ainoa julkistamista koskeva sääntö on vilpin kielto. Kuitenkin tiedonantovelvollisuus on säädetty paitsi osakkeenomistajien suojaksi, myös kirjoittajien mukaan juuri julkisen intressin vuoksi.⁷⁷⁷

Pyrkimys tasapuolisuuteen eri tiedonmuotojen oikeudellisessa tarkastelussa edellyttää yhtä markkinaosapuolta, yhtiötä, koskevan tiedonjulkistuksen kriteeristön, oikeuksien ja velvollisuuksien soveltamista myös mediantietoon. Tämä johtuu osaksi siitä, että myös median tiedonhankinta ja -tuotanto aiheuttavat merkittäviä kustannuksia.⁷⁷⁸ Mitä laadukkaampaa median uutistoiminta on, sitä suuremmat ovat siihen sitoutuneet kustannukset eli sitä arvokkaampi on sen aikaansaama informaatiovarallisuus.

Median toiminnasta on nähty syntyvän myös negatiivisia, ulkoisia kustannusvaikutuksia. *Baker* on arvioinut usein sananvapauteen liitettyä käsitystä siitä, että median tulisi antaa yleisölleen, mitä se haluaa.⁷⁷⁹ Tämä on taloustieteellisesti hyväksyttävää ainoastaan, jos samalla määritellään myös siihen käytettävät taloudelliset uhraukset. Normaalisti oletetaan, että ostajien (yleisön ja mainostajien) tulisi maksaa mediatuotteista täysi kustannus. Mediatuotteet aiheuttavat kuitenkin myös huomattavia positiivisia ja/tai negatiivisia ulkoiskustannuksia. Niinpä, *Bakerin* mukaan, standardi ”antaa yleisölle mitä se haluaa” tuottaa liikaa ”huonoja” (negatiivisia ulkoiskustannuksia synnyttäviä) mediatuotteita eikä riittävästi ”hyviä” sisältöjä.

Velvollisuus olla levittämättä markkinoille väärää informaatiota, jotta allokointi ei kohdistuisi tehottomasti, asettaa median tiedonjulkistukselle vastaavan totuudellisuusvaatimuksen kuin yhtiöosapuolellekin. Yhtiöosapuolella on oikeus valita julkistettavat olennaiset tiedot. Myös mediaosapuoli saa niin ikään valita,

⁷⁷⁷ Ulkoinen informaatiovarallisuus on ”public good”, kuten *Easterbrook – Fischel*, 290–291, asian ilmaisevat. He mainitsevat syyn liian vähään tulevaisuutta koskevan tiedon tuottamiseen: ”An individual firm will resist producing – [future type of] information, because competitors might free ride on its general disclosures about the industry and might use information about future plans to their own competitive advantage.” – *Coffee Jr.*, 717, 722, myös esittää, että ”because information has many characteristics of a public good, securities research tends to be underprovided – A mandatory disclosure system can thus be seen as a desirable cost reduction strategy through which society – secure[s] both a greater quantity of information and a better testing its accuracy”.

⁷⁷⁸ Siitä huolimatta, että monet mediassa julkistetuista tiedoista on alun perin lähtöisin suoraan yhtiöistä.

⁷⁷⁹ *Baker*, 1.

mitä se haluaa julkaista. Samalla tavalla kuin yhtiö joutuu varmistumaan julkistamiensa tietojen oikeellisuudesta ja joiltain osin myös perustelemaan (esimerkiksi tulevaisuuden näkymiä koskevat) tiedot, medialta on edellytettävä tietojen todenperäisyyden tarkistamista ja esimerkiksi sitä, ettei se sijoita haastatteluvien suuhun lausumia, joita ei haastattelun yhteydessä ole lausuttu. Totuudellisuusvaatimuksen erilaisuus sen sijaan saa näkyä esimerkiksi siinä, että medialta on vaikea joukkoviestinmaailmassa odottaa suhteellisuutta. Se voi joutua julkaisemaan tietoja niiden painoarvoa suuremmalla tavalla, mitä taas yhtiö ei ole oikeutettu tekemään.

Yhtiön totuudellisuusvaatimus perustuu siihen, että yhtiö on ulkopuolisia vahvemmin kiinni totuudessa, koska se tietää yhtiöntiedon molemmat puolet. Median totuudellisuusvaatimus puolestaan perustuu siihen kohdistettuun luotamukseen ja sen rooliin tiedonhankintaorganisaationa, kun se saa tietoonsa paitsi yhtiön ulkoisen tiedon myös kilpailijoiden ulkoisen tiedon.

Median sisäisen informaatiovarallisuuden suojana on lähdesuoja, jota sen ei tarvitse julkistaa. Se vastaa yhtiöntiedossa liikesalaisuutta, jota yhtiökään ei ole velvollinen julkistamaan.⁷⁸⁰ Niin kauan kuin medialla on lähdesuoja, sillä voi olla edellytykset tuottaa laadukasta informaatiota ja toimia myös kannattavasti sekä kaupallisin keinoin turvata informaatiovarallisuutensa säilyminen.⁷⁸¹

Tässä tutkimuksessa on tuotu esiin tarve laajentaa yhtiön tiedonantovelvollisuutta edellytys-, huolto- ja ajalliseen ulottuvuuteen. Samalla tavalla ei median tiedonkaan totuusarvioinnin toteutumiseen riitä median itsesääntely⁷⁸² ja pelkkä luottamus siihen, että tiedot ovat totuudenmukaisia. Esimerkiksi arvopaperimarkkinoilla median oman itsesääntelyn kehitys tai kehittymättömyys vaikuttaa siihen, miten oikeustieteen on arvioitava median tiedonvälityksen vaikutuksia tapahtumien tulkitsijana.⁷⁸³

⁷⁸⁰ Samalla on huomattava, että *myös yhtiö voi joutua mediantiedon sisäpiiriin* eikä se siten saa julkistaa medialta saamaansa tietoa (esimerkiksi toiselle medialle). Muussa tapauksessa yhtiö itse loukkaa median oikeutta informaatiovarallisuuteensa, jolloin yhtiö joutuu kantamaan siitä vahingonkorvausoikeudellisen vastuun. Hankala tilanne kuitenkin syntyy, kun media on julkistamassa yhtiön sisäpiirintietoa ja yhtiö saa tästä tiedon vasta, kun media ottaa yhteyttä kommentin saamiseksi. Oikeudet ja velvoitteet asettuvat tällöin siten, että media luovuttaa yhtiölle osan informaatiovarallisuudestaan ja yhtiö on velvollinen julkistamaan asiasta pörssitiedotteen, koska yhtiö on saanut tiedon mahdollisesti vuotaneesta tiedosta [vrt. luku 4.5.2].

⁷⁸¹ Lähdesuojalla (SaVL 17§) on periaatteellinen merkitys myös asiaa koskeneen tiedonjulkistuksen jälkeinkin, koska jos lähdesuoja poistetaan, lähteet saattaisivat kuivua myös muissa jutuissa ja hyödyllinen osa asioista jäisi tulematta kokonaan kiertoon.

⁷⁸² Arvopaperimarkkinoidenkin erityissääntely perustui aiemmin itsesääntelyyn, kunnes tiedonantovelvollisuus tuli lailla säännellyksi.

⁷⁸³ Median itsesääntelyyn eivät journalistien mielestä saisi ulkopuoliset puuttua eivätkä tuomioistuimet saisi sitä tulkita. Jos eettisen ohjeiston normeja rikotaan, on mahdollista, että silloin rikotaan yhteiskunnankin eettisiä ohjeita vastaan. Journalistin eettiset ohjeet pohjautuvat perimältään muun yhteiskunnan käsityksiin siitä, mikä on oikein ja kohtuullista. Jos vain media itse saa tulkita omia ohjeitaan, sille syntyy kontrolloimaton valta. Median pyrkiminen kokonaan irti muista markkinaosapuolista voi olla yksi ilmaus yhteiskunnan sentrifugisesta ilmiöstä.

Mediakin luo oman informaatiokäytävänsä sen mukaan, millä journalistiikan alueella se toimii. Sekin pyrkii laventamaan käytävää (yritysjohdon tavoin).⁷⁸⁴ Jos media osallistuu arvopaperimarkkinoiden toimintaan informaatiota levittämällä, se joutuu ottamaan kantaakseen myös asianomaisen markkinan mukanaan tuomat vastuut.⁷⁸⁵ Siksi yhtiöinformaatiota koskevan totuudellisuusvaatimuksen tulisi ulottua myös median välittämään taloudelliseen informaatioon. Toimiminen taloudellisen arvopaperimarkkinainformaation kentällä on lehden oma valinta, ja se tuottaa siihen kuuluvat erityisvastuut.⁷⁸⁶ Tämän hyväksymisen vähentäisi myös noteeratun mediayrityksen jääviysongelmia, kun se nyt kykenee omalla uutisoinnillaan vaikuttamaan muiden noteerattujen yhtiöiden toimintaan ja niiden arvonmuodostukseen.⁷⁸⁷

Monia arvopaperimarkkinoilla tietojen totuudenmukaisuutta, harhaanjohtavuutta, huhua, vuotanutta tietoa ja hyvää tapaa koskevia säännöksiä ei ole tarkoitettu eksklusiivisesti koskemaan vain niitä, jotka kulloisellakin hetkellä ovat konkreettisina osapuolina kaupassa, vaan kaikkia, jotka niillä toimivat, ovat toimineet ja tulevat toimimaan.⁷⁸⁸

Sen vuoksi jos yhtiön tiedonantovelvollisuutta laajennetaan kohti uusia ulottuvuuksia, samoja kriteereitä voidaan käyttää myös mediaosapuolen kohdalla. Median olisi tämän mukaan kyettävä osoittamaan (tarvitsematta paljastaa lähesuojaa), että se on ryhtynyt riittäviin toimiin julkistamansa informaation monipuolisuuden turvaamiseksi.

KKO:1997:185. Oikeus katsoi virallisen syyttäjän ja asianomistaja A:n ajamasta syytteenä selvitetyn, että Vantaalla painetussa ”7 Päivää” -lehdessä oli 24.11.1993 ilmestyneessä numerossa julkaistu artikkeli otsikolla ”Huijariliikemiehet voitelimat pankinjohtajia. A oli Nauvon juhlien päättähti”. Artikkelin yhteydessä oli myös julkaistu suurikokoinen A:n kuva. Lisäksi lehden kannessa oli maininta artikkelista otsikolla ”Pankkiherrojen hurjat ilotyttöjuhlat. A päättähtenä” ja samoin A:n kuva.

B oli kirjoittanut mainitun artikkelin ja C vastasi päätoimittajana painokirjoituksen sisällykseen perustuvasta rikoksesta. A oli ammatiltaan pankinjohtaja ja Saksan liittotasavallan kunniakonsuli. Artikkelin tekstissä käsiteltiin pankkiasioita. *Artikkelin otsikointi henki pyrkimystä saa-*

⁷⁸⁴ Vrt. yhtiön tiedotuskäytävä, luku 5.1.1.

⁷⁸⁵ Ilmoitusvelvollisten yhtiöidenkin rajaaminen perustuu siihen, että yhtiöiden osakkeilla käytävä kauppa perustuu niiden omaan tahdonilmaisuu. HE 157/1988, 28–29.

⁷⁸⁶ Aiemmin lehdet toimivat yhteiskunnallisen oikeudenmukaisuuden ja poliittisten liikkeiden äänitorvena ja niillä oli myös kansanvalistustehtävä. Nyt nämä tehtävät ovat hävinneet ja median toiminta perustuu enemmänkin uutisten tekemiseen kaupallisin perustein. Sen vuoksi poliittisessa toiminnassa voisi edelleen olla enemmän vapauksia kuin suoria taloudellisia vaikutuksia koskevassa uutistoiminnassa.

⁷⁸⁷ Mikäli joku markkinoi tai hankkii arvopapereita antamalla vääriä tai harhaanjohtavia tietoja, markkinatuomioistuimien [nyk. markkinaoikeus, kirj. huom.] voi kieltää asianosaista jatkamasta tai uudistamasta tällaista menettelyä. *Astola*, 223.

⁷⁸⁸ Myös *Astola*, 73 ja 112, toteaa annettujen em. säännösten olevan yleensä kattavia ja vaikuttavan kaikkien ohjeiden taustalla.

da lukijassa aikaan voimakasta paheksuntaa A:ta kohtaan.

B ja C olivat perustaneet lehdessä julkaistut tiedot yksityisen henkilön kertomaan. Haastateltu henkilö oli B:n ja C:n ilmoituksen mukaan aikaisemmin käsitellyt televisio-ohjelmissa ja lehtiartikkelissa samaa aihepiiriä koskevia asioita. B ja C olivat pitäneet kertomusta luotettavana ja uskoneet B:n kuuleman kertomuksen todenperäisyyteen. B ja C olivat ilmoittaneet yritetyn tarkistaa tietojen todenperäisyys. B oli kertonut, että hän oli parina aamupäivänä yrittänyt puhelimitse tavoittaa A:ta tämän kotoa siinä kuitenkaan onnistumatta. Mainittu henkilö oli ollut lehden tietolähteenä myös aikaisemmin ja hänen antamansa tiedot olivat osoittautuneet oikeiksi. *He eivät olleet kuitenkaan saaneet tietojen varmistusta muista lähteistä ja he olivat kiireeseen vedoten kertoneet lehdessä A:ta loukkaavat seikat. B:n ja C:n oli kuitenkin täytynyt käsittää, että lehdessä julkaistavat A:ta koskevat seikat, mikäli ne osoittautuvat perättömiksi, loukkaavat A:n kunniaa ja aiheuttavat hänelle kärsimystä ja vahinkoa. Niinpä B:llä ja C:llä on ollut perusteltu aihe selvittää tietojen todenperäisyys ennen artikkelin julkaisemista lehdessä. He olivat laiminlyöneet tietojen varmistuksen, vaikkakin ovat ilmoittaneet yritetyn tarkistaa tietojen todenperäisyyttä.*

Näillä perusteilla oikeus katsoi, että B ja C olivat 24.11.1993 Vantaalla, B aikakauslehden toimittajana laatimalla ja C päätoimittajana sallimalla artikkelin julkaisun, vastoin parempaa tietoansa perättömästi sanoineet A:n syyppäiksi sellaiseen tekoon, joka voi saattaa hänet halveksimisen alaiseksi ja haitata hänen elinkeinoaan ja menestystään. Tuomiolausuma: Mm. A:lle vahingonkorvausta kärsimyksestä 75 000 markkaa.

Edellä mainitussa esimerkissä median toiminta oli periaatteessa ollut oikean suuntaista, mutta riittämätöntä kun huomioidaan asian merkitys taholle, josta artikkeli laadittiin. On selvää, että median kohdalla tiedon totuudellisuusvaatimusta koskevat ulottuvuudet määräytyvät mediaosapuolen toiminnasta käsin sellaisina kuin hyvä ja huolellinen toimintatapa alalla edellyttää. Erityisen tärkeää tiedon tasapuolisuuden turvaaminen on tapauksissa, joissa on kysymys edellämainitunlaisesta, sattumalta saadusta informaatiosta. Mikäli media kykenisi osoittamaan, että se oli myöhemmin vääräksikin osoittautuneen tiedon kohdalla ryhtynyt aikanaan tarpeellisiin toimiin tietojen tarkistamiseksi, se voisi yhtiön tavoin saada suojaa sitä vastaan kohdistuvissa epäilyissä.

Vastuu väärästä mediassa julkaistusta tiedosta tulee asettaa sille, joka tiedon on alun perin julkaissut.⁷⁸⁹

⁷⁸⁹ Kleinman, 318, 438, 523, ehdottaa, ”att en själständig immunitetsfaktor kallad massmedia-faktorn tillämpas i situationen när investorn ej blivit vilseledd genom att han förlitat sig på informationen i prospektet, utan genom att massmedia återgivit den vilseledande uppgiften – ansvar skall utdömas endast i de fall massmedialt spridda informationen innefattar ett brottsligt beteende.” – Af Sandeberg, 391, menisi kuitenkin pidemmälle: ”När en så stor del av aktieplacera-rarna sätter sin tillit till den massmedialt spridda informationen, kan emellertid ifrågasättas om brottslig handling skall krävas för att ersättning skall utgå – Bristfälliga uppgifter vilka på ett riktigt sätt återgivits i massmedia borde medföra att den investor som förlitat sig på uppgiften har lidit ersättningsgill skada.”

”Hälso- och Sjukvårdens Ansvarsnämnd fattade 1991 beslut angående en läkare som arbetade som plastikkirurg. Beslutet innehöll notering om att läkaren tidigare meddelats två varningar, trots att en av dessa varningar undanröjts och den andra överklagats. Det felaktiga beslutet hade sedan publicerats i massmedia. Svea hovrätt menade att staten inte kunde undgå ansvar för de felaktiga uppgifterna trots att det var massmedia som spritt dem. Att massmedia skulle sprida dem var inte en säregen eller oförutsägbär konsekvens, varför staten måste ta *sin del* av ansvaret.”⁷⁹⁰ [kurs. tässä]

8.6 INFORMAATIOVARALLISUUDEN PERUSOIKEUSULOTTUVUUS

Oikeus pitää salassa ja velvollisuus julkistaa informaatiota ovat kaksi samaa informaatiota koskevaa kilpailevaa oikeudellista arvoa. Arvopaperimarkkinoilla yksityisoikeudellisella yhtiöinformaatiolla voi olla samanaikaisesti sekä yksityisen että julkisomaisuuden piirteitä ja molemmat tarvitsevat oikeudellista suojaa. Tällaisen informaation täysi julkisuus on todennäköisesti yhtä vähän hyväksyttävää kuin täysi salaaminenkin, ja oikeudelliset perusteet salaamiseen ja julkistamiseen määräytyvät eri tavoin molempien informaatiomuotojen osalta. Oikeus käyttää informaatiota on tavallisesti seuraus oikeudesta pitää salassa (esimerkiksi liikesalaisuus⁷⁹¹), mutta oikeutta käyttää informaatiota voidaan myös rajoittaa.⁷⁹² Rudanko tulkitsee tämän siten, että kun oikeutta informaatioon säänneltäessä keskeisenä tavoitteena on usein taloudellinen tehokkuus, informaation käyttöä rajoittavien oikeuksien sääntely ilmentää muiden kuin vaihdannallisten arvojen suojaamista. Tällöin tarkastellaan esimerkiksi henkilöitä informaation kohteina tai tilanteita, joissa informaatio tai sen sisältö on muutoin jollekulle tärkeää.⁷⁹³ Tällaisella informaation ”kohteella” (yhtiöllä) voi olla oikeuksia, jotka voivat rajoittaa jonkun toisen oikeutta.

⁷⁹⁰ Svea hovrätt Dom T 70/98, 99–03–12.

⁷⁹¹ Lainsäädäntöön ei sisälly liikesalaisuuden määritelmää. Liikesalaisuudella tarkoitetaan oikeuskirjallisuudessa sellaisia yritystä koskevia tietoja, joita yritys ei ole tarkoittanut yleisön tietoon ja joiden salassa pitäminen ja käyttäminen yrityksen itsensä määräämällä tavalla on merkityksellistä yrityksen toiminnalle. Yrityksen kannalta merkityksellinen salassa pidettävä tieto voi luonteeltaan olla teollista, kaupallista, ammatillista tai tieteellistä. Suojattavan tiedon piiriin voivat kuulua yrityksen kannalta tietyt yksilöidyt salaisuudet tai yrityksen toimintaa koskeva strateginen liike-tieto kokonaisuudessaan. Salassa pidettävä tieto voi koskea myös operatiivisia tietoja, kuten yrityksen tekemiä tarjouksia tai budjetointia. Sisällöltään salassa pidettävä tieto voi olla teknistä, taloudellista tai yrityksen hallintoa koskevaa tietoa. Liikesalaisuudelle on luonteenomaista se, että yrityksellä on erityinen intressi pitää tieto pois julkisuudesta ja varsinkin kilpailijan ulottuvilta (salassapito-intressi). Liikesalaisuus kattaa käytännössä samat suojattavaksi tarkoitetut tiedot kuin yrityssalaisuus. Encyclopædia Iuridica Fennica, 440.

⁷⁹² Bergmans, 185.

⁷⁹³ Rudanko 1998, 339.

Voidaan myös kysyä, voiko olla olemassa sellaisia oikeuksia, joiden suojaaminen on julkisessa intressissä ja jotka siksi voisivat rajoittaa median oikeutta käyttää luomaansa (mitä tahansa) ”tietoa”. Kysymys on siitä, voiko julkinen intressi rajoittaa sananvapautta⁷⁹⁴ arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden saavuttamiseksi.

Informaation omaisuuden suojaan liittyvillä perusoikeuksilla saattaa olla merkitystä arvopaperimarkkinoiden oikeussuhteissa⁷⁹⁵ ja siinä oikeussäntöjen tarkastelussa, jossa erotetaan toisistaan informaatio varallisuus-oikeuksien kohteena (rights in information) ja informaation käyttöä rajoittavat oikeudet (rights to information).⁷⁹⁶

Informaatiota varallisuutena on käsitelty oikeustaloustieteellisessä keskustelussa lähinnä sisäpiiriproblematiikan näkökulmasta. *Bergmans* on edellä olevan informaation jaottelun perusteella jakanut henkilön suhteet informaatioon kahteen oikeuteen:

- (1) *oikeuksilla informaatioon* (rights in information) tarkoitetaan tiedon omistajan oikeuksia taloudellisesti hyödyntää, julkistaa ja/tai pitää tieto salassa. Esimerkkinä ovat immateriaalioikeus, liikesalaisuus ja osaksi vilpillistä kilpailua koskevat säännökset. Tavoitteena on tällöin omistajan vaihdannallisten arvojen suojaaminen. Oikeudet informaatioon -näkökulma ei kuitenkaan riittävästi ota huomioon muita erityisintressejä ja sosiaalisia tavoitteita, vaan keskittyy liiaksi arvopaperimarkkinoiden tehokkuusnäkökohtiin. Siksi informaatiolla on *Bergmansin* mukaan myös toinen oikeusnäkökulma,
- (2) *informaation käyttöä rajoittavat oikeudet* (rights to information), jossa on kysymys muiden kuin vaihdannallisten arvojen suojaamisesta. Lähtökohtana voidaan tällöin pitää esimerkiksi henkilöitä informaation kohteina tai tilanteita, joissa informaatio tai sen sisältö on jollekin tärkeää. Julkinen interventio voi näiden oikeuksien kohdalla kohdistua tiedon luontiin ja sen julkistamiseen, tiedon käyttöön ja tiedon sisältöön. Tässä tarkastellun problematiikan kannalta ehkä tärkein intervention lajeista on tiedon sisältö -kysymys: milloin henkilö voi odottaa, että hänen saamansa informaatio on riittävän täydellistä, tarkkaa ja ajankohtaista.

Tiedonantovelvollisuuden sovellettuna *Bergmansin* ajattelun voi nähdä niin, että ensin mainitussa oikeudessa on esimerkiksi kyse siitä, että yhtiöllä on oikeus olla kertomatta liikesalaisuuksiaan siitä huolimatta, että arvopaperi-

⁷⁹⁴ PeL 12.1: Jokaisella on sananvapaus. Sananvapauteen liittyy oikeus ilmaista, julkistaa ja vastaanottaa tietoja, mielipiteitä ja muita viestejä kenenkään ennakolta estämättä. Tarkempia säännöksiä sananvapauden käyttämisestä annetaan lailla. Lailla voidaan säätää kuvaohjelmia koskevia lasten suojelemiseksi välttämättömiä rajoituksia.

⁷⁹⁵ *Rudanko* 1998, 117.

⁷⁹⁶ *Bergmans*, 189 ss.

markkinalaki asettaa yhtiölle velvoitteen julkistaa kaikki olennaiset arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot. Tämä johtopäätös on perusteltavissa monilla muillakin tekijöillä kuin em. jaottelulla.⁷⁹⁷ Toisesta oikeudesta voidaan sen sijaan tehdä tämän tutkimuksen kannalta tärkeämpi johtopäätös, nimittäin se, että media ei saa julkistaa mitä tahansa tietoa siitä huolimatta, että laki antaa kaikille oikeuden sananvapauteen.⁷⁹⁸ Yhtiön oikeus pitää jokin olennainen tieto salassa on sen omaisuudensuojaan kuuluva oikeus, ja näin myös perusoikeutena suojattu. Tällöin ovat vastakkain kaksi yksityisautonomista perusoikeutta.

Perusoikeudet on yleensä nähty perinteiseen tapaan vain yksilöiden ja valtion välistä suhdetta koskevin ns. vapausoikeuksina, joilla valtio takaa yksityisille kansalaisille yksityisautonomisen toiminta-alueen. Kun yksityisten välisen suhteen osapuolet voivat kumpikin olla edellä kuvatulla tavalla perusoikeuksien kantajia, valtiosääntöisten perusoikeuksien käyttö *horisontaalisesti* yksityisten välisissä suhteissa edellyttää perinteisten oikeudenalojen välisten raja-aitojen ylittämistä.⁷⁹⁹ Uudempi oikeuskirjallisuus tuo näkökulmia myös edellä kuvattuun perusoikeuksien vastakkainasetteluun median ja yhtiön välillä. Hahmotellessaan uutta näkemystä varallisuusoikeudesta, *Pöyhönen* on ylittänyt perinteisten oikeudenalojen välisiä raja-aitoja asettamalla vapauden tilalle (subjektiivisten oikeuksien varaan muodostetun) järjestelmän ytimeksi koko perusoikeusjärjestelmän, jossa pyritään edistämään *kaikkien* perusoikeusjärjestelmään sisältyvien arvojen⁸⁰⁰ (niin sananvapauden kuin omaisuudensuojankin) toteuttamista. Tällöin perusoikeusjärjestelmä nähdään eri perusoikeuksien välisestä jatkuvasta vuorovaikutuksesta muodostuvana kokonaisuutena. Perusoikeusjärjestelmän mukaiseen (sananvapaus)asemaansa vetoava (media) tunnustaa aina vastavuoroisesti sen, että myös muilla (esimerkiksi yhtiö)tahoilla voi olla perusoikeusjärjestelmään pohjautuvia vaatimuksia. Näiden eri perusoikeuksien

⁷⁹⁷ Ks. esim. *Castrén*, 6 ss.

⁷⁹⁸ Jo perusoikeusuudistusta edeltäneessä oikeuskäytännössä oikeuksien subjekteina juuri omaisuuden suojan kohdalla eivät olleet vain luonnolliset henkilöt, vaan myös oikeushenkilöiden omaisuudelle annettiin perustuslainsuojaa sillä perusteella, että oikeushenkilön omaisuuteen puuttumisen katsottiin välillisesti merkitsevän puuttumista myös oikeushenkilön takana olevien luonnollisten henkilöiden omaisuusarvoihin. *M. Hidén*, 14–15. – *Tiilikka*, 60, viittaa *Mannisen* 1995, 361, toteamukseen, että perusoikeuksien täsmentymistä ohjaa ainakin jossain määrin myös normin soveltajalla ratkaistavana oleva konkreettinen tilanne, tapaus tai ongelma. Tämän perusteella *Tiilikka* näkee, että ainakin yksityiselämän ja kunnianloukkaamisrikoksissa voidaan ottaa huomioon *sananvapauden käyttötarkoitus*, kuten että poliittisen sananvapauden rajoittamista on vaikeampi perustella kuin taiteellisen tai kaupallisen sananvapauden rajoittamisesta. Jos sananvapautta on käytetty esimerkiksi merkittävän yhteiskunnallisen epäkohdan paljastamiseksi tai tärkeän kuluttajainformaation antamiseksi, korvauksensaantikyynnys on korkeammalla kuin tapauksissa, joissa sananvapautta on käytetty puhtaasti viihteellisissä ja myyntiä edistävissä artikkeleissa tai mainonnassa, vaikka nämäkin sananvapauden käyttötavat ovat perustuslain suojaamia, *Tiilikka*, 62–63. Vrt. *Manninen* 1999, 407.

⁷⁹⁹ *Viljanen*, 274.

⁸⁰⁰ Sulkuihin tehdyt lisäykset kirjoittajan.

välillä on toki jännite. (Media)osapuolen toimintamahdollisuudet eri tilanteissa määrittyvät yleisen toimintavapauden (sananvapauden) ja toiminnan vaikutusten kohteena olevien tahojen (yhtiöiden, sijoittajien ja suuren yleisön) perusoikeuspohjaisten intressien välisenä punnintana. Perusoikeuksien keskinäinen punninta noudattaa suhteellisuusperiaatetta. Sen mukaan mitä enemmän tilanteessa valittu (median) ratkaisulinja heikentää yhden mukana olevan tahon (yhtiön, sijoittajien tai suuren yleisön) mahdollisuuksia toteuttaa perusoikeus- asemaansa, sitä tärkeämpi (median) ratkaisulinjan on oltava toisen tahon perusoikeusaseman kannalta.⁸⁰¹

Tämä merkitsee, että median on yhtiötä koskevassa uutisoinnissa otettava huomioon myös se, minkälaisia varallisuusvaikutuksia uutisoinnilla voi toiselle osapuolelle olla.⁸⁰² Sananvapaus ei siten salli median toimia välittämättä muille osapuolille aiheutuvista perusoikeuksien loukkauksista. Jokaisen tiettyyn toimintaan osallistuvan edellytetään *Pöyhösen* mallissa pitävän huolta toimintansa muille tahoille aiheuttamista riskeistä.⁸⁰³ Tällä perusteella on tarkasteltava myös mahdollisuuksia rajoittaa sananvapautta silloin, kun on kyse kaupallisista perusteiden toimivan median sanankäytöstä.⁸⁰⁴

Omaisuuksien suoja ja sananvapauden keskinäinen perusoikeusjännite ilmenee silloin, kun yhtiön varallisuusasema huononee median toiminnan vuoksi. Varallisuusaseman huonontumista muistuttavat myös tilanteet, joissa varallisuusasema ei lehtijutun vuoksi kehity yhtä suotuisasti kuin se muutoin olisi kehittynyt. Tilanteet voivat ilmetä esimerkiksi median aiheuttamana tuotteen myynnin vähenemisenä, osakekurssin laskuna tai yhtiön maineen laskuna ja perusteettoman epäluottamuksen lisääntymisenä.⁸⁰⁵ Jo näistä muutamista esimerkeistä on nähtävissä, että tilanteet vaihtelevat suuresti. Jotkut varallisuusaseman heikennykset on helpompi arvioida kuin toiset.

⁸⁰¹ *Pöyhönen* 2000, XIV–XV.

⁸⁰² Viestin lainvastaisuutta harkittaessa *Manninen* 1999, 411–412, on antanut merkitystä myös viestin sisäisten merkitysyhteyksien lisäksi yleisemmälle asia- tai keskusteluyhteydelle, jossa viesti esitetään tai johon se liittyy, sekä mahdollisen rangaistuksen tai muun seuraamuksen mahdollisiin yleisestään vaikutuksiin tiedonvälityksen ja yhteiskunnallisen keskustelun vapaudelle. – *Tiilikan*, 61, mukaan [kunnian ja yksityiselämän loukkaamisnormien soveltamisessa] on huomioitava myös käsiteltävän asian merkitys ja se, onko julkistamisessa kerrottu tavallisen yksityishenkilön, oikeushenkilön, julkisuuden henkilön, vallankäyttäjän vai oikeushenkilön asioista tai menettelystä.

⁸⁰³ Sen sijaan, että sananvapautta tarkasteltaisiin viestin sisällön näkökulmasta, kuten *Manninen* 1999, 411–412, tekee (jakamalla rajoitusten tulkintaperiaatteet seitsemään luokkaan), voitaisiin sananvapauden laajuutta tarkastella eri tavoin myös soveltamisalueittain, ihmisryhmittäin, oikeushenkilön vaikutusalueen tai puheena olevan entiteetin toimintakentän luonteen mukaan.

⁸⁰⁴ Ajatus siitä, että sananvapaus toteutuisi automaattisesti kaikkien vuorovaikutteisen, kilpailullisen toiminnan kautta, kun yhden kaupallisen median julkistamat virheelliset tiedot tulevat vapailla markkinoilla jonkin toisen median korjaamiksi, on kestävämpi. Usein jollekin osapuolelle virheellisistä tiedoista aiheutunut vahinko on jo toteutunut, vaikka muut mediat tiedon korjaisivatkin.

⁸⁰⁵ Ks. myös *Tiilikka*, 46–47.

Vakiintuneesti on korostettu, että omaisuudensuojan piiriin kuuluvat ainoastaan jo saavutetut varallisuusarvoiset edut, mutta tulevaisuuden odotukset jäävät suojan ulkopuolelle.⁸⁰⁶ Omaisuudensuoja ei ulotu yhtiönkään sinänsä perusteltuihin (mutta toteutumattomiin) odotuksiin tulevaisuudessa tapahtuvasta varallisuusarvon kehittämisestä, joka jää toteutumatta median aiheuttaman varallisuuden hyödyntämismahdollisuuksien heikentymisen vuoksi.⁸⁰⁷ Jo olemassa olevan menettäminen on raskaampi ja korvaussuojaa enemmän tarvitseva kuin odotusten raukeaminen.⁸⁰⁸ Tähän ja *Bergmansiin* viitaten johtopäätös kuitenkin on, että omaisuudensuoja voi koskea informaatioon uhrattua investointia, aikaa ja rahaa, joka valuu hukkaan sen vuoksi, että media julkistaa sen ilman oikeutta tietoon tai muutoin tekee informaation käyttökelvottomaksi esimerkiksi saattamalla sen tahallisesti ja harhaanjohtavasti huonoon valoon.

8.7 SANANVAPAUDEN RAJOITTAMINEN MARKKINALUOTTAMUKSEN LISÄÄMISEKSI

Markkinaluottamuksen säilyttäminen on julkisen edun mukaista. Julkinen etu on kuitenkin omaisuudensuojaan ja sananvapauteen nähden alemman tasoinen suojeltava intressi. Siksi punnintaa sananvapauden ja julkisen edun välillä ei ohjaa samanlainen optimointi-idea kuin sananvapauden ja omaisuudensuojan välillä. Jos sananvapautta esitetään rajoitettavaksi markkinaluottamuksen vuoksi, on ensin kysyttävä, onko julkinen etu, markkinaluottamuksen säilyttäminen, hyväksyttävä peruste. Jotta rajoitus olisi perustuslainmukainen, sen on läpäistävä perusoikeuksien yleiset rajoitusedellytykset.⁸⁰⁹ On kuitenkin toinen asia puhua sananvapaussäännöksen lähtökohtaisesta soveltamisalasta⁸¹⁰ kuin sananvapaussäännöksen sallimista viestinnän rajoituksista.

Kyse on siitä, mitä sananvapaudella oikeutena tarkoitetaan. Samalla tavoin kuin *Määttä* katsoo omistusoikeutta koskevassa tarkastelussaan, ei ole olemassa kahta eri asiaa, sananvapautta ja sen rajoituksia, vaan yksi asia: *sananvapaus, jolla on tietylainen sisältö rajoineen*.⁸¹¹ Sananvapauden, yhtä hyvin kuin

⁸⁰⁶ *Länsineva*, 179.

⁸⁰⁷ Vrt. *Tiilikka*, 47.

⁸⁰⁸ *Hemmo*, 135.

⁸⁰⁹ Vrt. *Länsinevan*, 137, mukaan olisi läpäistävä ”kaikki” rajoitusedellytykset, mutta tämä ei saa tukea muilta.

⁸¹⁰ Lähtökohtana on sananvapaus *poliittis-yhteiskunnallisena* oikeutena, jonka tarkoitus on kaikille avoin, vapaa ja julkinen kansalaiskeskustelu. Toinen perustelu lähtee ajatuksesta, jonka mukaan jokaisella tulee olla oikeus *kehittää itseään ja persoonallisuuttaan*. Jälkimmäinen ajatus laajentaa sananvapauden soveltamisalan kaikenlaisiin – myös *taiteellisiin* – *ilmaisun muotoihin*. *Manninen*, 362.

⁸¹¹ *T Määttä*, 251–252, mukaan ympäristönäkökohdat muodostavat maanomistusoikeudelle (luonnolliset) rajat, eivät välttämättä rajoituksia. Hän perustaa käsityksensä *Alexyn*, 250, näke-

omaisuudensuojankin olisi otettava huomioon toimintaympäristön, teknisen kehityksen ja olosuhteiden muuttuminen. Tämä ei merkitse oikeuden rajoittamista, vaan asian itsensä, sen sisällön määrittelyä.

Mutta viestinnän sisältöäkin on sallittua rajoittaa, jos rajoitukset täyttävät yhtäältä sananvapaussäännöksen ja toisaalta yleisten rajoitusoppien asettamat vaatimukset.⁸¹² Perusoikeuksien rajoittamista koskevista yleisistä vaatimuksista esitettiin perustuslakivaliokunnan mietinnössä seuraava luettelo⁸¹³:

- Perusoikeuksien rajoitusten tulee perustua eduskunnan säätämään lakiin.⁸¹⁴ Tähän liittyy kielto delegoida perusoikeuksien rajoittamista koskevaa toimivaltaa lakia alemmalle säädöstasolle.
- Rajoitusten tulee olla tarkkarajaisia ja riittävän täsmällisesti määritettyjä. Rajoitusten olennaisen sisällön tulee ilmetä laista.⁸¹⁵
- Rajoitusperusteiden tulee olla hyväksyttäviä. Rajoittamisen tulee olla painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatima.
- Tavallisella lailla ei voida säätää perusoikeuden ytimeen ulottuvaa rajoitusta.
- Rajoitusten tulee olla suhteellisuusvaatimuksen mukaisia. Rajoitusten tulee olla välttämättömiä hyväksyttävän tarkoituksen saavuttamiseksi. Jokainen perusoikeuden rajoitus on sallittu ainoastaan, jos tavoite ei ole saavutettavissa perusoikeuteen vähemmän puuttuvin keinoin. Rajoitus ei saa mennä pidemmälle kuin on perusteltua ottaen huomioon rajoituksen taustalla olevan yhteiskunnallisen intressin painavuus suhteessa rajoitettavaan oikeushyvään.
- Perusoikeuksia rajoitettaessa on huolehdittava riittävästä oikeusturvajärjestelyistä.⁸¹⁶
- Rajoitukset eivät saa olla ristiriidassa Suomen kansainvälisten ihmis-oikeusvelvoitteiden kanssa.⁸¹⁷

Edellä oleva perustuslakivaliokunnan esittämä luettelo ei ole tyhjentävä ja kattava lista perusoikeuksien rajoittamisen sallittavuuden arviointikriteereistä,

myksiin, joiden mukaan oikeuden sisällöllä on luonnolliset rajat (der Grenze), mutta kyse ei ole oikeuden rajoituksista (der Schranke), vaan oikeuden sisällön ulottuvuuden ilmaisemista (immanenteista) rajoista.

⁸¹² Manninen, 363.

⁸¹³ PeVM 25/1994, 5.

⁸¹⁴ Laki on ymmärrettävä aineellisessa pikemmin kuin muodollisessa mielessä. Siten myös asetus voi olla ”laki”. Vakiintuneella oikeuskäytännöllä ja sääntelyn kohteella voi olla merkitystä. Täsmällisyysvaatimus voi vaihdella. Normiadressaatti voi vaikuttaa sekä normin ”saatavuus-” ja ”ennustettavuusperiaatteen” toteutumisen arviointiin. Pellonpää, 157–159. Tässä suhteessa on mahdollista, että normiadressaattina toimittajalle voidaan asettaa erityisiä vaatimuksia.

⁸¹⁵ Toisaalta Mannisen 1999, 403, mukaan sananvapauden rajoittamisen ja käyttämisen kannalta epäolennaisista ja vähäisistä yksityiskohdista voidaan säätää myös lakia alemmanasteisilla säännöksillä.

⁸¹⁶ Oikeusturvavaatimus edellyttää ennen muuta muutoksenhakumahdollisuutta. Viljanen 1999, 178.

⁸¹⁷ Vaatimus käsittää ikään kuin viimekätisenä varmistuksena, ettei rajoitusta voida pitää perustuslain mukaisena, jos se loukkaisi ihmisoikeussopimuksia. Viljanen 1999, 180.

vaan pikemmin esimerkkiluettelo⁸¹⁸, jota ei tule soveltaa täysin yhdenmukaisella tavalla kaikkien perusoikeuksien kohdalla⁸¹⁹. Euroopan ihmisoikeussopimuksen 10(2) artikla puolestaan määrää niistä perusteista, joiden nojalla sananvapautta voidaan rajoittaa. Koska sananvapauden käyttöön ”liittyy velvollisuuksia ja vastuuta, se voidaan asettaa sellaisten muodollisuuksien, ehtojen ja rajoitusten alaiseksi, joista on säädetty laissa ja jotka ovat välttämättömiä demokraattisessa yhteiskunnassa – – [e]päjärjestyksen ja rikollisuuden estämiseksi – – [m]uiden henkilöiden maineen tai oikeuksien turvaamisen suojaamiseksi [ja] luottamuksellisten tietojen paljastamisen estämiseksi – –.”

Sananvapauden rajoittamisedellytyksistä markkinaluottamuksen ylläpitämiseksi olen ottanut keskeisinä tarkasteltavaksi (i) *rajoitusperusteen hyväksyttävyyden ja painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimuksen*, (ii) *ydinalueen koskemattomuuden ja* (iii) *rajoitusperusteen suhteellisuuden*.

(i) *Rajoitusperusteen hyväksyttävyys ja painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimus*. Perusoikeuden rajoittamisen hyväksyttävyyksivaatimus tarkoittaa, että rajoituksille on voitava osoittaa painava yhteiskunnallinen tarve ja perusoikeusjärjestelmän kannalta hyväksyttävä peruste.⁸²⁰

Arvopaperimarkkinat on kansantalouden toiminnalle välttämätön ”verenkiertojärjestelmä”, joka koostuu ensi sijassa yksityisoikeudellisista oikeussuh-teista. Mutta niihin liittyy paljon myös julkisoikeudellisia elementtejä, jotka hämärtävät yksityis- ja julkisoikeuden välistä rajaa.⁸²¹ Kysymys ei ole ainoas-taan loukatun pörssiyhtiön ja median välinen, keskinäinen ja yksityisoikeudel-linen riita-asia. Oikeustaloustieteellisessä keskustelussa informaatio on nähty myös ”julkisena omaisuutena”, jolle on etsittävä tehokkain allokaatio.⁸²² Arvo-paperimarkkinoiden julkinen valvonta ei kohdistu vain sijoittajien, vaan myös julkisen omaisuuden suojaamiseen. Tällöin ei ole kyse ensisijaisesti vaihdan-nallisten arvojen suojaamisesta, vaan silloin suojataan julkisen intressin mukai-sesti sijoittajien ja suuren yleisön oikeutta saada totuudenmukaista informaatio-ta. Ensin mainitussa suojaamisen kohde on useimmiten yksilöity liiketoiminta-intressi, kun taas jälkimmäinen on diffuusi.⁸²³ Sananvapauden tavoite on turvata vapaa mielipiteenmuodostus ja julkinen keskustelu⁸²⁴ ja väärän tiedon levittä-minen pikemmin ehkäisee tätä⁸²⁵ kuin myös tiedonantovelvollisuuden tavoittei-den toteuttamista.

⁸¹⁸ Viljanen 2001, 38.

⁸¹⁹ Länsineva, 62.

⁸²⁰ Saraviita, 108.

⁸²¹ Rudanko, 86.

⁸²² Esim. Bergmans, 182 ss.

⁸²³ Wilhelmsson 2001, 321.

⁸²⁴ HE 309/1993, 60.

⁸²⁵ Wilhelmsson 2001, 324–325.

Julkisoikeudellinen näkökulma aiheutettuun vahinkoon on siinä, että jokin osapuoli tahallisesti levittämällään virheellisellä informaatiolla loukkaa myös julkista intressiä, markkinaluottamuksen säilyttämistä. Virheellinen informaatio on myös julkisen omaisuuden loukkaamista. Jos virheellistä informaatiota julkistetaan, mikrotasolla tiedon vastaanottajien aika tuhlaantuu tiedon oikeellisuuden selvittämiseen.⁸²⁶ Makrotasolla yhteiskunnan resurssit kohdentuvat tuottamattomaan toimintaan, pahimmassa tapauksessa lyhytnäköisten taloudellisten etujen edistämiseksi.

Aiemmin virheellisen informaation problematiikka on saattanut esiintyä vain pienessä osassa tilanteita⁸²⁷, mutta viime vuosina on vahvistunut päinvastainen käsitys, se, että juuri tämän problematiikan merkitys on kasvanut.

Rajanveto yksityishenkilön ja julkisen edun asianomistajuuksien välillä on tärkeä, mutta tämän tutkimuksen kannalta yhtä keskeinen on yleinen teema markkinaluottamuksen säilyttämisestä.⁸²⁸ Ns. Kansallisanti-tapauksen perusteissa käsiteltiin julkisen edun merkitystä seuraavasti:

KKO 2000:82. Syyttäjä oli vaatinut A:lle rangaistusta ns. Kansallisanti-tapauksessa arvopaperimarkkinarikoksesta muun muassa sen vuoksi, että A oli markkinoinut arvopapereita antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. KKO totesi ratkaisun perusteluissa, että arvopaperimarkkinarikosta koskevassa säännöksessä ei ollut määriteltä asianomistajapiiriä. Myöskään arvopaperimarkkinalain säätämiseen johdaneissa lainvalmistelutöissä ei ollut otettu kantaa siihen, kenellä on oikeus vaatia rangaistusta arvopaperimarkkinarikoksesta. Lainvalmistelutöissä on todettu arvopaperimarkkinoiden tehokkaan valvonnan edellyttävän mahdollisuutta sanktioiden käyttöön silloin, *kun markkinoiden moitteettoman toiminnan ja puolueettomuuden vastaiset toimenpiteet tai laiminlyönnit ovat omiaan horjuttamaan luottamusta arvopaperimarkkinoihin* (HE 157/1988 vp. s. 6). Arvopaperimarkkinarikos kohdistuukin luonteenomaisesti laajaan, tarkasti määrittelemättömään joukkoon. Sillä pyritään ensi sijassa suojaamaan arvopaperimarkkinoiden toimivuutta ja luotettavuutta.

Kun markkinaluottamuksen säilyttäminen on näin painavan yhteiskunnallisen tarpeen sanelema, se asettaa yksityisen, kaupallisesti toimivan median sananvapauden perusoikeutena joissain tapauksissa arvioitavaksi. Ruotsalaisen komiteamietinnön mukaan painetun sanan käyttö yksityisenä elinkeinona ei sellaiseen tarvitse perustuslainsuojaa.

⁸²⁶ Horibe – Middletonin, 235, mukaan ”consumers of news, having invested their time and trust in the media, have legitimate expectation that the media will be fair and honest in providing the truth”.

⁸²⁷ Vrt. Rudanko 1998, 339.

⁸²⁸ Yksityisten sijoittajien mahdollisuutta toimia asianomistajana on käsitellyt Tuomola, 275–290.

”Användandet av tryckt skrift som medel i enskild näringsverksamhet kräver därför inte något grundlagsskydd.”⁸²⁹ *Axberger* puolestaan toteaa, että ”detta borde betyda att den genom oaktamhet sprider vilseledande information på aktiemarknaden, oberoende av om det innebär att han skaffar sig ekonomiska fördelar härav eller ej, inte har gjort bruk av den grundlagsskyddade tryckfriheten”.⁸³⁰

Myös *Tiilikka* on sitä mieltä, että sananvapauden yhtenä aspektina on yleisön oikeus vastaanottaa *oikeita* ja olennaisia tietoja yhteiskunnasta ja elinympäristöstään eikä virheellisen tiedon aiheuttamassa korvausvastuukysymyksessä sananvapauden merkitystä tulisi ylikorostaa.⁸³¹ *Bruunin* mukaan sananvapauden rajoittamista ei ole pidetty demokratiakäsityksen vastaisena, koska sananvapautteen liittyy myös yhteiskunnallinen vastuu. Tiedotusvälineet eivät käytä sananvapautta vain itseään varten, vaan yhteiskunnan jäsenten puolesta ja heitä varten. Tämän vuoksi niiden tulee alistua myös yhteiskunnan ja sen jäsenten etujen mukaiseen vastuullisuuteen.⁸³²

Arvopaperimarkkinoilla toteutuvan yleisen edun mukaisen yhteisöllisen oikeushyvän⁸³³, jota epäasianmukaiseksi määrittävällä teolla on loukattu, selvittämisessä on otettava huomioon, että arvopaperimarkkinat muodostuvat paitsi sekä luonnollisista henkilöistä että oikeushenkilöistä myös järjestelmästä itsestään, kokonaisuudesta. *Pöyhösen* mukaan markkinaistumisen tendenssi korostaa sitä asemaa, joka varallisuus oikeuden järjestelmän keskeisellä reunaehdolla eli toimivilla markkinoilla on kirjoittamattomana perusoikeutena.⁸³⁴

(ii) *Ydinalueen koskemattomuus*. Kullakin perusoikeudella on ydinalueensa eikä saa säätää sellaista lakia, joka tosiasiassa estäisi perusoikeuden ydinalueelle sijoittuvan toimintamahdollisuuden käyttämisen.⁸³⁵ Ydinalueeltaan sananvapautta voidaan pitää ns. poliittisena perusoikeutena, joskaan se ei rajoitu vain poliittisiin mielipiteenilmaisuihin.⁸³⁶ Samalla kun tiedonvälityksen laajat yh-

⁸²⁹ SOU 1947:60, 120.

⁸³⁰ *Axberger* 1984, 48.

⁸³¹ *Tiilikka*, 61, käsitellessään kunnianloukausrikoskysymyksiä, mutta nähdäkseni ajatus on vaikeudetta laajennettavissa myös muihin kysymyksiin. – *Wilhelmsson* 2001, 328, asettaa kuitenkin kysymyksen, kuinka [sanomalehti]tuotetta koskevat virhevastuukysymykset ylipäänsä ovat sovellettavissa median sisältöön. Toisaalta tulee materiaallinen kysymys siitä, minkälaisia informaatio-ongelmia voidaan tarkastella virheenä.

⁸³² *Bruun*, 7.

⁸³³ Oikeushyvällä tarkoitetaan rikosoikeudellisen järjestelmän kykyä suojata luokkauksilta tärkeinä pidettyjä intressejä. Oikeushyvät voivat olla henkilöllisiä tai yhteisöllisiä. Jälkimmäisten rikosoikeudellinen suoja on korostunut viime vuosikymmeninä, *Nuutila*, 79 ss. Ks. myös *Frände*, 118, jonka mukaan oikeushyvällä on – ja on oltava – vähintään välillinen kytkentä moraaliin, vaikka pelkkiä moraalikäsitteitä koskevia kriminalisointeja ei tule hyväksyä, 22.

⁸³⁴ *Pöyhönen* 2000, 82.

⁸³⁵ *Saraviita*, 108.

⁸³⁶ *Saraviita*, 142. Näin perusoikeuden suojaaman sananvapauden ydinalueeseen voidaan katsoa kuuluvan erityisesti poliittisen, uskonnollisen tai kulttuurisen mielipiteen ja ilmaisun vapaus. Myös *Samuelsson*, 211: ”Eftersom syftet med TF i första hand är att säkerställa ett fritt menings-

teiskunnalliset vaikutukset tulevat entistä paremmin näkyviin, joudutaan sananvapaus yhä useammin näkemään asteikkona, eli, onko kysymyksessä sananvapauden ydinalue – esimerkiksi poliittinen keskustelu – vai reuna-alue, kuten esimerkiksi mainonta tai pornografia.⁸³⁷

Taloudellisen tiedon välitystä koskevan sananvapauden asema ydin/reuna-alue-asteikossa on käsitykseni mukaan liukuva. Tuntuu perustellulta, että silloin kun on kysymyksessä esimerkiksi valtion omistajapolitiikkaa julkisesti noteeratussa pörssiyhtiössä koskeva sananvapauden käyttö, ollaan sananvapauden ydinalueella, kun taas arvioitaessa yksityisten, ei-noteeraamattomien yhtiöiden tilaa ollaan taas sananvapauden reuna-alueella. Yleensä pörssiyhtiöiden voidaan katsoa asettuvan asteikon keskialueelle. Merkitystä on annettava myös sille, että minkä tahansa yhtiön toiminnassa ilmenevän merkittävän yhteiskunnallisen epäkohdan osoittaminen korostaa sananvapauden asemaa ja heikentää omaisuuden suojaa perusoikeutena.

Perusoikeuksien keskeiseksi funktioksi on asetettu erilaisten *vallankäyttömahdollisuuksien kontrollointi ja vallan väärinkäytön ehkäiseminen*. Perusoikeuksien tehtävänä on toisin sanoen suojata yksilöitä ja kansalaisyhteiskunnan vuorovaikutusrakenteita erilaisia vallan väärinkäyttömahdollisuuksia vastaan riippumatta siitä, kuka valtaa käyttää.⁸³⁸ Tästä lähtökohdasta perusoikeuksien keskeisimpään sitovuusalueeseen kuuluvat siis sellaiset suhteet, joiden toisella osapuolella on mahdollisuus käyttää julkista valtaa johonkin osapuoleen nähden. Tällainen asema voi olla paitsi julkisorganisaatioon kuuluvilla toimijoilla myös sellaisilla yksityisillä toimijoilla, myös yhtiöillä, joiden hoitoon on uskotu julkista valtaa tai julkisia tehtäviä. Tällainen yksityinen toimija on juuri media. Julkiseen valtaan rinnastuu lievemässä muodossa julkinen tehtävä, jota median voidaan katsoa toteuttavan.⁸³⁹

Sananvapauden ja omaisuudensuojan perusoikeustarkastelu jättää usein huomiotta perusoikeuksien samanaikaisen allokoitumisen median puolelle. Perusoikeuksiin kuuluvan omaisuudensuojan yhtenä vaikutuksena joukkoviestintään on se, että viestintävälineen omistajalla *voi* olla päätösvalta siitä, minkä tyyppistä informaatiota media tuottaa.⁸⁴⁰ Samanaikaisesti toimittaja on edustamansa

utbyte och en allsidig upplysning ligger tonvikten på att lagen skall utgöra ett skydd för den politiska, religiösa och kulturella yttrandefriheten.”

⁸³⁷ Vrt. Manninen 1999, 407.

⁸³⁸ Lämsineva, 24. Kursivointi alkuperäinen.

⁸³⁹ Wilhelmssonin 2001, 309, mukaan, vaikka tämä ”traditionaalinen” käsitys median puolijulkisesta tehtävästä (halvoffentlig tjänst), jolle on ominaista ”objektiivisuus” johtavana ohjenuorana, on luisunut ihannekuvastaan, voidaan sillä edelleen katsoa olevan tietty painoarvo.

⁸⁴⁰ Saraviita, 143. Osittain toisin Paukku – Rosendahl, 64, jotka katsovat, että tietoverkon erityispiirteet rikkovat perinteisen käsityksen siitä, että joukkoviestin olisi yhden tahon hallitsema, fyysinen kokonaisuus, jonka sisältö on ennalta määrätty ja julkaisijan valvonnassa. – Itse näen, että tilanne ei ole täysin mustavalkoinen.

median kautta toteuttamassa julkista tehtävää. Kun toimittaja harjoittaa omaa sananvapauttaan, hän käyttää myös edustamansa median valtaa. Mitä laajempi levikki tai katsojakunta medialla on, sitä suurempaa voi myös sen vallankäyttö olla.⁸⁴¹ Tämä valtaelementti tai valtaulottuvuus perustelee velvollisuutta ottaa muiden perusoikeudet huomioon tehtävää toteutettaessa. Kyse ei siis ole siitä, että toimittaja vain joutuisi olemaan koko ajan varuillaan ja välttelemään rikosoikeudellisesti sanktioituja tekoja, vaan että hän sananvapautta harjoittaessaan positiivisesti ja aktiivisesti huolehtisi eri osapuolten perusoikeuksien toteutumisesta ja heidän mahdollisuuksistaan valvoa etujaan. Näin ollen lähtökohtana oikeudelliselle arvioinnille eivät ole journalistin ohjeet. Ohjeet vain selittävät tässä perusoikeustarkastelun pohjalta tehtyjä oikeudellisia johtopäätöksiä ja antavat niille lisäkytkentöjä ympäröivän yhteiskunnan normiperustaan.

Tällä perusteella voidaan nähdä sananvapaudellakin olevan tarkoituksia, jotka eivät kuulu ydinalueeseen. Sananvapaus yksilöiden ja vuorovaikutusrakenteiden suojaamisena on erilaista kuin sananvapaus, jolla ei ole tällaista tarkoitusta. Tämä merkitsee sitä, että sananvapauden käyttö sen reuna-alueella ei välttämättä saisi samantasoista suojaa, vaan harkinnassa jouduttaisiin punnitsemaan myös muita tekijöitä. Tämän ajattelun tarkoituksena on hakea ydinalueen ja reuna-alueiden välistä, tietysti osaltaan epämääräiseksi jäävää rajaa.

Aiemmin on todettu, että median vastuu ei synny siitä, että media julkaisisi yleensä uutisia, vaan valikoimiaan uutisia. Se on tietoisesti valinnut kentän, jossa sen tarkoitus on toimia tiedonvälittäjänä.

Tässä suhteessa tärkeä ihmisoikeustuomioistuimen päätös tapauksessa *Markt Intern Verlag ja Klaus Beerman* (tuomio 20.11.1989, A 165) koski tietyllä toimialalla julkaistavia mielipiteitä. Valittajayhtiö ajoi pienten ja keskisuurten vähittäismyyjien etuja muun muassa julkaisemalla lehtistä, jonka päätoimittaja toinen valittaja oli. Valittajia oli liittotuomioistuimen vahvistamalla tuomiolla kielletty toistamasta väitteitä, jotka koskivat englantilaisen kauneudenhoitoalan postimyyntiliikkeen toimintatapoja. Valittajat katsoivat tämän rikkoneen heidän sananvapauttaan. Ihmisoikeustuomioistuin katsoi, että sananvapauden rajoitus oli perusteltu. Sen mukaan epämääräisestikin muotoillun (kilpailu)lain säännös mm. hyvien tapojen vastaisesta menettelystä liiketoiminnassa täytti 10(2) artiklan sisältämän laillisuusvaatimuksen. Epäilystä ei ollut siitä, että rajoituksilla tarkoitettut päämäärät (”muiden henkilöiden maine ja oikeudet”) olivat legitiimejä. Mitä tuli rajoituksen välttämättömyyteen demokraattisessa yhteiskunnassa, niin tuomioistuin korosti valtion harkintamarginaalia.⁸⁴²

⁸⁴¹ Vastaavasti, kun pörssiyhtiö käyttää taloudellista valtaa suojanaan omaisuudensuoja, silläkin on mahdollisuus vallan väärinkäyttöön. Mitä suurempi yhtiö taloudelliselta kooltaan, sitä suurempaa voi myös sen vallankäyttö olla.

⁸⁴² Tapauksesta tarkemmin ks. *Pellonpää*, 320.

Missään oloissa sananvapauden suoja ei ulotu oikeuteen virheellisten tietojen levittämisessä, kuten *Samuelsson* katsoo: ”Det anses klart att ansvar för bedrägeri i tryckt skrift kan ådömas utan hinder av TF [Tryckfrihetsförordningen, TF]. – Om något sprider vilseledande information på ett sätt som utgör brott omfattas inte beteendet av TF:s skydd. – ”⁸⁴³ Media tuottaa lukijoiden tarpeeseen informaatiota, johon nämä ainakin osittain tukeutuvat ratkaisuja tehdessään. Jos toimittaja tällöin loukkaa muiden oikeuksia, ei hänellä ole sananvapauden antamaa suojaa.

(iii) *Rajoitusperusteen suhteellisuus*. Suhteellisuusvaatimus edellyttää sen arvioimista, onko perusoikeuden rajoitus välttämätön rajoituksen taustalla olevan hyväksyttävän syyn toteutumisen kannalta. Suhteellisuusperiaatteen soveltaminen edellyttää punnintaa, jossa rajoituksella suojatun oikeushyvän painoarvoa verrataan sananvapauden painoarvoon⁸⁴⁴ kussakin yksityistapauksessa. Tällä perusteella sananvapautta ja sitä vastassa olevan omaisuudensuojaa koskevan perusoikeusnormien täsmentymistä ohjaa jossain määrin myös se konkreettinen tilanne, tapaus tai ongelma, joka normin soveltajalla kulloinkin on ratkaistavanaan.⁸⁴⁵ Taloudelliseen tietoon liittyvän omaisuudensuojakysymyksen punninnassa tämä voi tarkoittaa sitä, että otetaan huomioon sananvapauden käyttötarkoitus: missä tarkoituksessa, mitä tavoitetta varten tai missä laajuudessa sananvapautta on käytetty.⁸⁴⁶

Suhteellisuuskysymyksen tarkastelusta aukeaa kuitenkin myös näkökulma kahteen eri suuntaan, kun otetaan pohdittavaksi *Länsinevan* havainto viimeaikaisesta lainsäädäntökäytännöstä. Se osoittaa, että oikeushenkilölle annettavan suojan ei tarvitse olla yhtä vahvaa kuin yksilöiden perusoikeuksille taattavan suojan, vaan että suojan tasoa ja intensiteettiä arvioitaessa voidaan merkitystä antaa muille asiaan vaikuttaville seikoille.⁸⁴⁷ Rajoitusperusteen suhteuttaminen sananvapaudelle annettavaan suojaan antaa aiheita kolmenlaiseen havaintoon: (1) *median ammattimaisuuteen*, (2) *normiadressattikysymykseen* sekä (3) *toimittaja median sisältöulottuvuuden määrittäjänä*.

(1) Median toimintaan liittyy sen ammattimaisuudesta johtuen piirteitä, jotka poikkeavat siitä, mitä alkuperäisellä sananvapaussubjektilla⁸⁴⁸ on tarkoitettu. Medialla voidaan katsoa olevan asemansa vuoksi helpompi pääsy oikean tiedon lähteille kuin luonnollisilla henkilöillä. Sillä on myös rakenteellisesta osaamisestaan johtuen luonnollisia henkilöitä paremmat edellytykset arvioida tietojen

⁸⁴³ *Samuelsson*, 211. – Myös *Gertz v. Robert Welch, Inc.* 418 U.S. 323 (1974): ”There is no constitutional value in false statements of fact.”

⁸⁴⁴ *Manninen* 1999, 407.

⁸⁴⁵ *Manninen* 1995, 362.

⁸⁴⁶ Vrt. *Mannisen* 1999, 411, viestin sisältörajoitusten tulkintaperiaatteiden jaottelu Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen käytännön perusteella.

⁸⁴⁷ *Länsineva*, 111–112.

⁸⁴⁸ Ks. av. 810 edellä, *Manninen*, 362.

merkitystä. Kun median toiminta sisältöjen määrittymisen osalta toteutuu toimittajien toimintana, on median esittämällä kannanotoilla toinen lähtökohta kuin silloin, kun henkilö puolustaa sananvapauden nimissä omia henkilökohtaisia näkemyksiään. Media toimii tehtävässään luonnollisten henkilöiden mielteiden kanavana, mutta samalla myös julkisesta palvelutehtävästään johtuen niiden seulana. Se asettaa sille vaatimuksen erityisestä vastuusta.

(2) Normiadressaatilla on merkitystä arvioitaessa sekä normin ”saatavuus-” (accessibility) että ”ennustettavuusperiaatteen” (foreseeability) toteutumista, jotka ovat ”laissa määrätty” -rajoituksen kaksi vaatimusta. Normin saatavuus tarkoittaa mahdollisuutta saada tieto kysymyksessä olevasta säännöksestä ja ennustettavuusperiaate taas sitä, että se on muotoiltu sellaisella täsmällisyydellä, että sen perusteella voidaan menettelyn seuraamukset kohtuudella arvioida.⁸⁴⁹ Median toiminta tiedonhankintaorganisaationa täyttää molemmat periaatteet. Lisäksi journalistin eettiset ohjeet, joilla on merkitystä toimittajan työtä arvioitaessa ja sananvapauden yhteiskunnallisia tavoitteita tarkasteltaessa, ohjaavat toimittajan työtä.⁸⁵⁰ Siksi on mahdollista, että median harjoittama sananvapaus voisi reuna-alueillaan olla kapeampi kuin luonnollisen henkilön yksilönä harjoittama sananvapaus.

(3) *Toimittaja median sisältöluottavuuden määrittäjänä.* Toimittajan median kautta harjoittama sananvapausoikeus suhteessa yhtiön oikeushenkilönä nauttimaan omaisuuden perusoikeussuojaan asettuu eri asemaan kuin jos kyseessä olisi kenen tahansa luonnollisen henkilön ja oikeushenkilön suhteesta. Tämä johtuu siitä, että ammatissaan toimittaja ei edusta vain yksilön oikeutta, vaan, kuten tutkimuksen alkupuoella on osoitettu, toimittaja median edustajana pyrkii toimimaan kuin yksi [omaa käyttäytymisstrategiaansa valitessaan markkinoilla toimijat pyrkivät *toimimaan tehokkaasti kuin yksi*, kokonaisuuden huomioimottaen, siihen tukeutuen tai kätkeytyen, ks. ajatuksesta tarkemmin luku 4.1].

Myös *Wilhelmsson* näkee, että tiedotusvälineiden laajasta kirjosta huolimatta kokemus on osoittanut, että eri tiedotusvälineet toimivat yllättävän yhdenmukaisesti.⁸⁵¹ Voidaan jopa puhua uutistuotannon eräänlaisesta yhteisestä logiikasta.⁸⁵² Toimittaja edustaa paitsi omaa sananvapauttaan, myös median sananvapautta. Jatkoseurauksena tästä on, että median velvollisuus huolehtia sananvapauden positiivisista vaikutuksista on sitä suurempi mitä merkittävämpi media on. Se merkitsee, että mitä merkittävämpi media, sitä suurempia vaatimuksia tietojen oikeellisuudelle voidaan asettaa.⁸⁵³ Myös median sananvapaus on sitä

⁸⁴⁹ *Pellonpää*, 156.

⁸⁵⁰ Näin siitäkin huolimatta että hänen edustamansa media ei ole liittynyt ao. sopimukseen.

⁸⁵¹ *Wilhelmsson* 2002, 253.

⁸⁵² *McManus*, 110 ss.

⁸⁵³ Vrt. Nostokonepalvelu-tapaus, jossa Hgin KäO R 00/19812 (29.6.2001) katsoi, että kun Suomen laajalevikkisin sanomalehti oli julkisesti esittänyt useita kertoja väitteitä rikollisesta

heikommin suojattavissa mitä epämääräisemmästä tiedosta on kysymys tai mitä painavampi toisella puolella oleva perusoikeuden suoja on.⁸⁵⁴ Vastaavasti suhteellisuusperiaatetta noudattaen median sananvapaus olisi vahvempi esimerkiksi silloin, kun on kyse laajaomisteisen pörssiyhtiön osakkeenomistajien yksilöidyn edun esilletuomisesta.⁸⁵⁵

Mitä näkökulmaa on painotettava, kun median sananvapautta vastassa on julkinen intressi markkinaluottamuksen säilyttämiseksi, mutta uutisointi kohdistuu noteerattuun yhtiöön, siis sananvapaus kontra julkinen etu ja yksityinen omaisuudensuojatarve? *Länsinevan* mukaan mitä määräävämpi merkitys harkintatilanteessa on julkisen vallan ja yksityisfäärin välisellä vertikaaliasetelmalla, sitä vähemmän tilanteessa on käyttöä perusoikeuksien väliselle punninnalle. Vastaavasti mitä vähäisempi rooli julkisilla eduilla on harkintatilanteessa, sitä selvemmin tilannetta voidaan jäsentää perusoikeuksien välisenä punnintana ja optimointina eri yksityisten tahojen välillä.⁸⁵⁶ Perusoikeuksien välisten horisontaalisten punninta-asetelmien osalta lainsäätäjältä odotetaan keskeisiä linjauksia sellaisissa asioissa, joita ei ole mahdollista jättää asianosaisten kesken sovittavaksi. Lainsäädännön tasolla tulisi siten tehdä perusratkaisut siitä, millaisiksi muodostuvat esimerkiksi tiedon tuottajien ja käyttäjien keskeiset oikeudet ja velvollisuudet suhteessa toisiinsa sekä ulkopuolisiin tahoihin.⁸⁵⁷

Tiedon tuottaminen ja käyttäminen on kasvava ja laajeneva probleemakenttä, joka moninaisten osapuolisuhteiden sekä intressien sisäkkäisyyksien ja päälekkäisyyksien vuoksi on keskeinen oikeudellisen tutkimuksen kenttä.

Yhteiskunnan hyvinvointi ja elinkeinoelämän kilpailukyky nojaavat jo nyt ja vielä enemmän tulevaisuudessa informaation avulla luotavaan varallisuuteen. Tähän liittyvä oikeudellinen pohdinta on kuitenkin vasta alkuvaiheessaan. Pohittamisen vaikeus ei saa hidastaa tutkimista. Muuten informaatioon liittyvien asioiden selkiintymättömyys voi muodostaa kehittyvälle yhteiskunnalle pahe-nevan uhan.

menettelystä – se oli samalla tehnyt esitutkinnan aloittamisen väistämättömäksi. Poliisilla ei tällaisessa tilanteessa ollut muuta mahdollisuutta kuin tutkia näiden julkisesti esitettyjen väitteiden paikkansapitävyys.

⁸⁵⁴ *Wilhelmsson* 2001, 333, varoittaa kuitenkin asettamasta median vastuukysymystä liian alas: ”Konsumenterna kan inte förvänta sig att varje ord i tidningens nyhetsutbud nödvändigtvis är sant. Ett mycket långtgående krav på sanningsenlighet skulle stå i strid med behovet av en snabb och läsvärd nyhetsförmedling.” [Vrt. luku 4.5.2, jossa todettiin, että jos uutiset olisivat tasapuolisia analyysseja, ne eivät valmistuisi median ilmestymisaikataulussa.]

⁸⁵⁵ Ks. myös *Länsineva*, 114–115. Suhteellisuusarviointiin vaikuttaa olennaisesti myös se, kuinka painava punnus kulloinkin on perusoikeusintressiä vastassa.

⁸⁵⁶ *Länsineva*, 136.

⁸⁵⁷ *Länsineva*, 143.

Mikä toimivia arvopaperimarkkinoita voisi sitten uhata? Tätä voi osaltaan selvittää *Akerlof*.

”The Lemons model can be used to make some comments on the *costs of dishonesty*. Consider a market in which goods are sold honestly and dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser’s problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence – as in the case of our automobile ‘lemons’. *It is this possibility that represents the major costs of dishonesty – for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the market.* There may be potential buyers of good quality products and there may be potential sellers of such products in the appropriate price range; however, the presence of people who wish to pawn bad wares as good wares tends to drive out the legitimate business. The cost of dishonesty, therefore, lies not only in the amount by which the purchaser is cheated; the cost also must include the loss incurred from driving legitimate business out of existence.”⁸⁵⁸

Markkinaluottamuksen⁸⁵⁹ horjuminen on pahin seuraus, koska silloin siitä kärsivät koko markkina ja myös viattomat yhtiöt, jotka ovat pyrkineet täyttämään ei vain tiedonantovelvollisuuden miniminormit, vaan myös sen hengen. Tällöin markkinaluottamukselle tapahtunut vahinko on kaikkien vahinko, *public bad*, ja tällaisena se tulisi ottaa huomioon analysoitaessa myös median asemaa perusoikeuksien, ja erityisesti sananvapuden rajojen määrittämisen näkökulmasta.

Tämä tutkimus lähti liikkeelle arvopaperimarkkinoiden tehtävästä ja yhteiskunnallisista tavoitteista. Problematiikka on osa oikeusinformatiikkaa, jota hyvällä syyllä voidaan kutsua muutosten oikeustieteeksi. Se on keskeisesti yhteiskunnan muutokseen liittyvä, oikeuskulttuuriin merkittävästi vaikuttava sekä monenlaisia siteitä muihin tieteisiin omaava ala, joka joutuu ylittämään useampia perinteisen systematiikan raja-aitoja. Informaation käyttö, varallisuus ja niihin liittyvät yksilöiden perusoikeudet ovat yhteiskunnan toimivuuden ja oikeudenmukaisuuden kulmakiviä.⁸⁶⁰

⁸⁵⁸ *Akerlof*, 495.

⁸⁵⁹ *Rudanko*, 371, käyttää toista termiä puhumalla informaatioluottamuksesta. Hän näkee arvopaperimarkkinoilla tiedonantohäiriöihin liittyvän korvausvastuun erityisongelmana juuri informaatioluottamuksen merkityksen korvausoikeudellisen kausaliteetin osana.

⁸⁶⁰ *Saarenpää* 2002, 2 ss.

OSA VI LOPUKSI

9 Johtopäätöksiä

Tässä tutkimuksessa on esitetty ongelmia, joita tiedonantovelvollisuuden pistemäisestä tarkastelusta seuraa sijoittajalle, yhtiölle itselleen, osapuolten suhteille, markkinaluottamukselle ja informaatiovarallisuudelle. Kiteytetysti seuraukset on nähtävä mahdollisuutena osapuolten opportunistiseen toimintaan ja väärrän tiedon lisääntymiseen. Edellä on todettu, että yhtiön julkistamaan tietoon vaikuttaa muun muassa odotettu markkinavaikutus ja median informaatiovarallisuuteen kohdistuvat vaikutukset. Ei ole kuitenkaan markkinaluottamuksen tasapainoisen kehittämisen kannalta toivottavaa, että oikeudellisessa sääntelyssä huomio kohdistettaisiin vain yhtiöön ja sille asetettaviin vaatimuksiin. Kokonaisuus on pidettävä mielessä. Siksi johtopääksiä on tämän tutkimuksen näkökulmasta nähtävä ainakin kolmella alueella: yhtiön tiedonantovelvollisuuden ulottovuuksien tulkinnessa, median vastuun laajentamisessa ja sääntelyn kehittämisessä.

9.1 YHTIÖN TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN LAAJENTAMISEN MERKITYS

Arvopaperimarkkinainformaation tiedonkäsitystä koskevan näkökulman muuttaminen pistemäisestä prosessinomaiseen tarkasteluun laajentaa yhtiön tiedonantovelvollisuuden neljään ulottuvuuteen: edellytys-, olennaisuus-, aika- ja huoltouloottuvuuteen. Tässä ei ole enää tarpeen käydä laajemmin läpi näkökulman muutosta. Se tuo kuitenkin mukanaan useita edellä esitettyjä tarkentavia tunnusmerkkejä tiedonantovelvollisuuden käytännön valvontaan ja seurantaan.

Yhtiössä tämän tulisi johtaa

- yhtiön tiedotuksen entistä tarkempaan suunnitteluun ja järjestämiseen,
- tiedotusfunktion aikaisempaan mukaantuloon yhtiön liiketoiminnan suunnitteluun,
- tiedotuksen oikeudellisten vaikutusten parempaan tunnistamiseen,
- yhtiön sisäisten järjestelmien kehittämiseen (verkkoinformaation syvempään hyödyntämiseen, sidosinformaation merkitysten parempaan seurantaan, yhtiön sisäisen tiedotuksen vastuunjaon selkiyttämiseen) sekä
- tiedotuksellisen opportunistimin mahdollisuuksien vähentämiseen.

Nämä tehostavat tiedon kulkua ja parantavat liiketoiminnan ymmärtämistä, tiivistävät yhtiön ja osakkeenomistajien välistä suhdetta sekä edesauttavat yhtiön tavoitteiden saavuttamista ja välillisesti myös yhteiskunnan varallisuuden tehokkaampaa allokaatiota.

Sijoittajille tiedonantovelvollisuuden uusi tulkinta merkitsee paremman kokonaiskuvan saamista yhtiön toiminnasta, parempaa turvaa tietojen jatkuvuudelle ja sijoituspäätösten nojautumista paremmin perusteltuihin tietoihin.

9.2 VAIKUTUS MEDIAN VASTUUSEEN

Yhteiskunnan resurssien tehokkaan allokoinnin kasvattamiseksi ja väärän allokoinnin ehkäisemiseksi yhtiön julkistamille tiedoille on asetettu tiukat totuusvaatimukset. Myös ulkoisen informaatiovarallisuuden tulee perustua oikeisiin tietoihin. Koska markkinoilla kulloinkin olevan tiedon oikeellisuutta on kenenkään etukäteen vaikea todentaa, vähin mitä voidaan tehdä, on suhtautua yhtiä tiukasti myös muiden osapuolten levittämään väärään tietoon kuin edellyttää yhtiöltä oikeaa tietoa.

Arvopaperimarkkinarikoksia pohtinut komitea ehdotti, että ”virheellisten huhujen levittäminen arvopaperipörssissä ja muilla markkinapaikoilla tai julkisille tiedotusvälineille osoitetussa aineistossa” saatettaisiin rangaistavaksi.⁸⁶¹ Komitean ehdotuksessa näkökulma oli se, että virheellisten huhujen levittämisen tapahtuisi yhtiöiden toimesta ja julkisten tiedotusvälineiden kautta. Yhtiöiden osalta rikoslakiin on otettu tätä vastaava säännös, mutta medioita koskien ei. Ehdotusta tulisikin nyt tarkastella uudelleen [vrt. luku 5.3.3]. Koska median levittämää väärää tietoa on vaikea kohtuullisin kustannuksin osoittaa jälkikäteen virheelliseksi median lähdesuojan vuoksi ja koska toisaalta on kuitenkin myös tärkeää, että yhtiöiden mahdolliset väärinkäytökset tulevat julkisuuteen, tulisi harkita asetettavaksi *epävarman tiedon varmana esittämisen kielto*.

Tällaisen kieltotyypin velvoitteen asettaminen voi tuntua hankalalta, mutta sen vaikutus median käytännön työskentelyyn voi olla merkittävä. Valtaosa toimittajista pyrkii noudattamaan jo nyt journalistien ohjeiden edellyttämää objektiivisuutta. Epävarman tiedon varmana esittämisen kielto on kohtuullinen, koska media itse välittää tietoa vapaaehtoisesti.⁸⁶² Media itse valitsemillaan

⁸⁶¹ Arvopaperimarkkinarikokset. Rikoslakiprojektimietintö, 19.

⁸⁶² Lehdistön tulee kantaa vastuu toimintansa virheellisyydestä siinä, missä muidenkin liiketoiminnan harjoittajien, *Wilhelmsson* Helsingin Sanomissa 18.1.1998: *Medialle ankarampia rangaistuksia*. *Schauerin*, 349–350, mukaan sananvapauden voimakkaan perustuslain suojan johdosta lehdistöllä on paljon vähemmän huolta toimintansa tuloksen laadusta kuin esimerkiksi lääkeyhtiöillä tai autoliikkeillä, jotka joutuvat vastaamaan toimintansa virheistä, käännös *Tiilikka*, 61 av. 117.

tiedoilla astuu kentälle, jossa sen tiedolla voi olla merkittäviä varallisuusvaikutuksia. Ilman omaa päätöstään uutisoida asioita medialle ei voitaisi mitään vastuuta asettaakaan. Median uutisvälityksen pitäminen kilpailluilla markkinoilla itsestään selvästi suojattavana arvona ei ole tasapuolista muita markkina-asapuoia ja niiden varallisuutta kohtaan.

Tässä tutkimuksessa on käsitelty median sananvapautta silloin, kun se koskee yhtiöihin liittyviä varallisuusarvoja. Jos uskomme sellaiseen sananvapauteen, joka mahdollistaa perättömien tai totuudenvastaisten tietojen levittämisen ja siitä hyötymisen, tuntuisi ymmärrettävältä pyrkiä tarjoamaan sijoittajille mahdollisimman paljon tarkistettua ja tarkistamatonta tietoa. Jos kenenkään ei tarvitsisi välittää tietojen sisältämistä virheistä ja epätarkkuuksista, saattaisivat kaupalliset näkökohdat johtaa siihen, että vääriä tietoja ei enää erotettaisi oikeista. Tämän seurauksena pienet yksityissijoittajatkin pakotettaisiin kääntymään varainhoitopalveluja tarjoavien yhtiöiden puoleen. Ne puolestaan joutuisivat panostamaan lisää informaation luotettavuuden arviointiin. Jotkut sijoittajat alkaisivat hakea tietoa pienistä, uusista uutislähteistä, jotka syntyisivät markkinoille vastaamaan luotettavan tiedon kysyntään.⁸⁶³ Olisi pakko luottaa siihen, että nämäkin menestyisivät vähitellen myös kaupallisesti niin hyvin, että ne kykenisivät antamaan riittävän vastapainon epäterveelle uutistoiminnalle.⁸⁶⁴

Vastakkain eivät ole vain yksityiset edut, vaan myös (julkisen informaation) omistusoikeus ja sananvapaus. Kyse ei ole ainoastaan sananvapauden negatiivisesta rajoittamisesta ja puuttumisesta median toimintaan, vaan myös sananvapauden positiivisten voimien suojaamisesta ja vahvistamisesta julkisena yhteisenä hyvänä, oikeuksista suojautua sananvapauden negatiivisia vaikutuksia vastaan.

Media ei julkisesti hyväksy totuudenvastaisten tietojen levittämistä, pikemminkin päinvastoin. Mutta niin kauan kuin väärän tiedon levittäminen ei ole lainvastaista, osa mediasta suhtautuu siihen vähättelevästi ja horjuttaa omalla toiminnallaan sananvapautta kaupallisten tai muiden, esimerkiksi henkilökohdainten etujen toivossa.⁸⁶⁵ Sananvapauden ymmärtäminen siten, että se käsittäisi vastaavasti myös yhtiön oikeuden suojautua virheellisiltä sanankäytön toteutuksilta mediaa vastaan, johtaisi puolestaan vain polarisaatioon. Polarisaation

⁸⁶³ Tiedotusvälineiden luottamuksen laskuun on *Ramonetin*, 16, mukaan vaikuttanut tekaistujen ja virheellisten uutisten määrän kasvu. Lukija- ja katsojamäärien laskuun ja tiedotusvälineiden uskottavuuden kärsimiseen *Ramonet* näkee syynä mm. sen, että yhä useammin tiedotusvälineiden johtoon valitut henkilöt tulevat suoraan yritysmaailmasta eivätkä enää journalistien joukosta. Tämän vuoksi johtajien on vaikeampi vaistota tiedotusvälineiden uskottavuuteen liittyviä kysymyksiä. "Heidän silmissään uutisbisnes on ennen kaikkea keino tehdä voittoa."

⁸⁶⁴ Ks. *Rudangon* 1998, 322, yhteenvetona Yhdysvaltain oikeuskäytännön informaatiota koskevas-
ta argumentointikehityksestä.

⁸⁶⁵ Tässä yhteydessä on hyödynnetty *Dworkinin*, 365 ss., sananvapauden liittyviä näkemyksiä kun hän tarkastelee Yhdysvaltain vaalirahoitusta, sananvapautta ja demokratiaa.

seurauksena yhteiskunnan traditionaaliset siteet ja konventionaalinen moraalihöltyvät, jolloin on vaarana, ettei enää *mikään* kontrolli- ja sanktiomekanismi enää toimi preventiivisesti.⁸⁶⁶

9.3 SÄÄNTELYN KEHITTÄMINEN

Arvopaperimarkkinoihin kohdistuu väärinkäytöksiä. Ne herättävät suurta huomiota, mikä heijastaa epäluuloa markkinoiden tasapuolisuutta kohtaan. Oikeudenkäyntiin johtaneissa väärinkäytöstapauksissa on päädytty lieviin seuraamuksiin, joita on perusteltu muun muassa säännösten tulkinnanvaraisuudella. Toisaalta eräiden säännösten tulkinnanvaraisuus on johtanut siihen, että syytteitä epäillyistä väärinkäytöksistä ei ole lainkaan nostettu tai syyte on hylätty.⁸⁶⁷

Tulkinnanvaraisuus tarkoittaa sitä, että ihmiset eivät tiedä, mikä on sallittua ja mikä kiellettyä. Samalla tavalla kuin lähes kaikki inhimillinen toiminta vaikuttaa jollakin tavalla ympäristöön, myös yhtiön tiedottaminen ja kanssakäyminen oman toimintaympäristönsä kanssa on elastista.⁸⁶⁸ AML:n puolellaan tiedonantovelvollisuuden rikkomuksen tunnusmerkistö ei aukene ensivilkaisulla aina edes harjaantuneellekaan juristille, vaan edellyttää pitkäaikaista toimimista markkinoilla.

Markkinavalvojat ovat viime vuosina eri maissa pyrkineet puuttumaan tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen ongelmiin ja markkinaluottamuksen lisäämiseen turvautumalla ensi sijassa erityissääntelyyn. Tämä johtuu ilmeisesti lukuisista Yhdysvalloissa esille tulleista tiedonantovelvollisuuden laiminlyönneistä. Erityissääntely on nopea tapa tukkia havaittuja lain ja sääntöjen puutteita tiukalla normituksella. Sama trendi on myös Euroopassa, missä EU:n parla-

⁸⁶⁶ Prittwitz, 186 ss. – Ks. myös Nuutila, 55. – *Ultima ratio* -periaatteen mukaan rikosoikeudelliseen sääntelyyn saadaan turvautua vasta sitten, kun kaikki muut yhteiskunnalliset mekanismit ovat pettäneet, ”kun mikään muu ei auta”.

⁸⁶⁷ HE 254/1998, 10. – Steinberg 2001a, 635–676, on vertaillut amerikkalaista ja eurooppalaista tiedonantovelvollisuutta ja tullut siihen tulokseen, että vaikka Yhdysvaltain lainsäädännössä on selviä puutteita, se on kuitenkin ylivoimainen erinomaisen täytäntöönpanonsa vuoksi. Euroopassa lainsäädäntö sellaisenaan voi olla tiukempi, mutta voimavarat valvontaan ja lainrikkojien syytteeseen saamiseen ovat vähäisemmät. Hänen mukaansa myös monien maiden kulttuuri ei suosi rikossyytteiden nostamista yritysjohtoa vastaan. Amerikkalaisen järjestelmän suomat mahdollisuudet sekä yksityisten että julkisten syytteiden nostamiseen ovat hänen mukaansa johtaneet parempaan lain noudattamiseen ja markkinan loukkaamattomuuteen.

⁸⁶⁸ Tässä suhteessa AML:lla ja ympäristönsuojelulailla (YSL) on jotain yhteistä. Myös Pirjatanien, 9–10, kommentit ympäristörikosten sanktiovarmuudesta ja -ankaruudesta ovat monilta osin sovellettavissa arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen. Kun rikosten tutkinta on huomattavasti hankalampaa kuin perinteisten rikosten tutkinta ja jos kiinnijäämisriski on vähäinen, rangaistusuhallakaan ei voi olla suurta merkitystä. Siksi kiinnijäämisriskin korottamisella saattaisi olla merkitystä rikollisuuden torjunnassa.

mentti hyväksyi lokakuussa 2002 uuden markkinoiden väärinkäyttöä ehkäisevän direktiivin (Market Abuse Directive).⁸⁶⁹

Erityissääntelyn yksipuolinen lisääminen yleissääntelyn kustannuksella merkitsee kuitenkin välttämättä paitsi yhtiöiden myös markkinavalvonnan informaatiokustannusten nousua. Toiseksi se merkitsee jatkuvaa kierrettä arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuussäännösten muuttamiseen ja ajantasaistamiseen. Edullisempänä, kevyenä ja ennaltaehkäisevänä vaihtoehtona näen,

- että erityissääntelyn lisäämisen sijasta laajennetaan tiedonantovelvollisuuden tulkintaa tässä tutkimuksessa kuvattujen tiedonantovelvollisuuden ulottuvuuksien kautta, ja
- että valvontaviranomaiset alkaisivat valvoa mieluummin arvopaperimarkkinalain periaatteen kuin normin noudattamista. Tämä merkitsee, että yhtiöiden valvonta ulottuu tiedonantovelvollisuuden edellytysten ja huoltolottuvuuden suuntaan.

Kun lainsäädäntö ja viranomaisohjeet ovat viime vuosina jääneet tämän tutkimuksen kohdealueella uudistumatta ja kehittymättä, ei myöskään markkinoilla toimivien osapuolten oma itsesääntely ole kyennyt korvaamaan kehittyvien markkinoiden ohjauksen kannalta tarpeellista sääntelyä.⁸⁷⁰ Päinvastoin: mitä heikommin itsesääntely on toiminut, sitä enemmän eri markkinaosapuolten ammattialat ovat eristäytyneet.⁸⁷¹ Mikään markkinaosapuoli ei voi kuitenkaan rajata itseään yhteisöllisyyden ulkopuolelle.

Ongelma ei ehkä aina ole markkinaosapuolen eettisissä ohjeissa sinänsä, vaan pikemmin tarpeessa niiden noudattamiseen, tulkitsemiseen ja soveltamiseen, eettisen ohjeiston rajojen määrittelyyn ja siihen, miten ohjeet muuttuvat yhteiskunnan kehityksen mukana. Miksi nähdä vaivaa ja ylipäänsä kehittää itsesääntelyä jos laki kuitenkin antaa rajat?

Se, miten itsesääntely arkipäivän käytännössä toimii, antaa viitteitä siitä, kykeneekö itsesääntely uusiutumaan ja luomaan samalla uutta normistoa. Laki on aina toiminnan moitittavuuden minimitaso. Siksi olisi suotavaa, että itsesääntely olisi hengeltään aina tiukempaa kuin laki, koska eettisesti hyvä mark-

⁸⁶⁹ Direktiivillä puututaan erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ja markkinamanipulaatioon sekä lisätään viranomaisten tutkinta- ja sanktiomahdollisuuksia.

⁸⁷⁰ Näin on tapahtunut siitä huolimatta, että markkinapaikkojen ja -osapuolten harjoittama itsesääntely ei ole täysin vapaata. Sitä rajoittaa lainsäädännössä hallintoviranomaisille annettu valta valvoa itsesääntelynormien lainmukaisuutta ja tehokkuutta. Ks. *Astola*, 35.

⁸⁷¹ *Wilhelmsson* 1987, 55, mukaan, mitä eriytyneempi yhteiskunta on, sitä enemmän on myös otettava oikeudellisesti huomioon erilaisia sosiaalisia rooleja. Ks. myös *Nuutila*, 47–49.

kina toimii tehokkaammin. Edellä esitettyä median väärän tiedon esittämisen kieltoa voisi tarkentaa itsesääntelyllä.⁸⁷²

Informaation laatuun ja sisältöön kohdistuu varallisuuden muotoja, jotka tekevät mahdolliseksi verrata taloudellisia arvoja toisiinsa. Kullekin markkinaosapuolelle kuuluu oma oikeus sen omaamaan informaation varallisuusmuotoon. Näiden oikeuksien suojaamisen edellytyksenä on tiedonantovelvollisuutta koskevan laintulkinnan ja itsesääntelyn jatkuva kehittäminen.

⁸⁷² Koska tätäkään ei aina arvioda objektiivisesti, on välttämätöntä, että tieto on ainakin monipuolista ja eri näkökannat huomioivaa. Siksi *jos yhtiöntieto on helposti saatavilla, media on yhtiöstä uutisoidessaan tiedon tehokkaimpana jakelijana velvollinen julkistamaan yhtiön kannan*. Muussa tapauksessa media antaa tilanteesta harhaanjohtavan kuvan. Velvoitteen asettaminen perustuu niihin mittaviin taloudellisiin vaikutuksiin, joita virheellisellä ja totuudenvastaisella tiedolla voi olla toisaalta yhtiöntietoon (hankkeiden muodossa) jo sitoutuneisiin pääomiin, ja toisaalta median julkistaman tiedon pohjalta tehtäviin, osakkeen arvoa koskeviin johtopäätöksiin, joiden varallisuusvaikutukset sijoittajalle saattavat olla huomattavat.

Yhteenveto

1 JOHDANTO

Yhteiskunnan aineellinen hyvinvointi perustuu sen kokonaisvarallisuuteen, jonka kasvattamista arvopaperimarkkinat palvelevat. Kun yhteiskunnan varallisuus on aina rajallista, on tärkeää, että varat ohjautuvat kannattaviin kohteisiin mahdollisimman edullisin kustannuksin. Siksi jokainen turha kustannus tai viive maksaa yhteiskunnalle. Hinnat heijastavat kaikkea saatavissa olevaa olennaista tietoa. Jotta markkinat olisivat tehokkaita, läpinäkyvät ja likvidit¹, on Suomessa pörssiyhtiöille asetettu muun muassa jatkuva tiedonantovelvollisuus. Tällä pyritään suojelemaan sijoittajia, tasoittamaan yhtiön tiedollista ylivoimaa sijoittajiin nähden, alentamaan tietojen hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia, varustamaan sijoittajat riittävillä ja oikeilla tiedoilla, estämään virheellisten tietojen leviämistä markkinoilla sekä tehostamaan markkinoita.

Tutkimuksen kohteena on Suomen arvopaperimarkkinalain 2. luvun 7. §, jonka mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Lainkohdan ja pörssin sääntöjen näennäisestä seikkaperäisyydestä huolimatta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämisen *ei ole muodostunut selkeää tunnusmerkistöä*. Tutkimuksen ydinkysymys kuuluukin: Milloin yhtiö on täyttänyt tiedonantovelvollisuutensa? Kysymys ei koske vain tiedonantovelvollisuuden täyttämisen ajankohtaa, vaan myös kysymyksiä edellytyksistä, tiedon olennaisuudesta ja seurannasta. Koska markkinaosapuolet vaikuttavat sijoittajan edellytyksiin tehdä perusteltu arvio osakkeen arvosta,² tutkimuksessa tarkastellaan paitsi voimassa olevia oikeussääntöjä, myös markkinaosapuolten käyttäytymistä.

¹ Fama, Eugene: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, 25 Journal of Finance. 1970. 383 ss.

² Hanson, Jon D. – Kysar, Douglas A.: Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation. NY Law Rev. Vol. 74. 1999. 635.

2 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN SÄÄNTELYN ONGELMIA

Arvopaperimarkkinoiden luottamus on keskeinen sääntelyn tavoite. Luottamus on kuitenkin diffuusi käsite. Myös laki ja sitä tarkentavat ohjeet yleensä ovat vain puitteenomaisia. Siksi sääntelyn tulkintaa on monipuolistettava.

Kasvava osa yhtiötä koskevasta tiedosta luodaan yhtiön ulkopuolella. Markkinavalvonta ei ehdi seuraamaan yhtiöiden kasvavaa tiedon virtaa. Lain normit ja sen nojalla annetut ohjeet säätelevät enenevässä määrin sattumanvaraisia tiedonvirran alueita. Markkinoiden kannalta tärkeiksi tiedoiksi ovat nousseet sellaiset tiedot, joita ei ole erityissäännelty. Niissä yhtiö voi käyttää vapaata harkintaa. Yhtiön vapaaharkintaisesta tiedottamisesta on tullut pakollisia julkistettavia seikkoja, joillakin toimialoilla jopa tulostietoja tärkeämpää. Sääntelyn tarkoitus ei täyty.

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on, että tietojen perusteella sijoittaja voi tehdä perustellun arvion osakkeen arvosta. Sijoittajansuoja on uhattuna, jos yhtiö antaa tiedot yksittäisinä, pirstaleisina tiedon palasina. Yksittäinen tieto (seikka) on vain katkaistu palanen yhtiön kokonaisuudesta. Tutkimus pyrkii kehittämään vivahteikkaampaa käsitteistöä, jotta tiedonantovelvollisuutta voitaisiin tehokkaammin säännellä.

3 TIEDOTUKSEN PISTE- JA PROSESSIKÄSITYS

Keskeinen syy väärinkäytöksiin on, että tiedonantovelvollisuuden nykytulkinta rakentuu katkelmallisten tapahtumien, yksittäisten seikkojen ja erityistilanteiden ohjauksen varaan. Kutsun tätä *tiedotuksen pistekäsitykseksi*. Se kiinnittää huomiota vain sellaiseen tiedottamiseen, jossa tiedottamisvelvollisuuden alkua loppuhetki voidaan määritellä. Pistekäsityksen mukaan tieto ilmenee hypäyksittäin. Liiketoiminnassa pisteiden välillä tapahtuu kuitenkin koko ajan jotain ja yksittäinen tieto muuttuu jatkuvasti suhteessa muihin tietoihin. Julkistetusta informaatiosta ei kuitenkaan käy ilmi sen yhteys liiketoimintaan ja strategiaan. Tiedon pirstaloituminen ja katkelmallisuus lisäävät sijoittajan informaatoriskiä.

Nykyisin julkistettava tieto onkin useimmiten *raakainformaatiota*, josta kukaan saa tehdä sen johtopäätöksen, minkä haluaa. Väliäkö sillä? Eikö tässä juuri toteudu markkinoiden yksi tehtävä, jossa sijoittajat voivat sisällyttää huonosti tiedottavan yhtiön epävarmuuden osakkeen arvoon? Kurssi laskee ja markkinat toimivat. Näin yksinkertainen vastaus ei ole. Tiedonantovelvollisuus on säädetty sijoittajan suojaamiseksi, riskien pienentämiseksi, opportunistisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen estämiseksi ja luottamuksen säilyttämiseksi. Markkinat eivät voi olla jonkinlainen riskin ja hyödyn peli. Kaikki markkina-

osapuolet ovat vastuullisia siitä, että yhtiöstä saatavien oikeiden tietojen pohjalta on *mahdollisuus* luoda kokonaiskäsitys yhtiön liiketoiminnasta. Riskin pitää kohdistua liiketoimintaan, ei tietoon ja sen jakamiseen.

Tavallisesti yritykseltä vaaditaan lisää tietoja. Pelkällä tiedon määrällisellä lisäämisellä ei kuitenkaan voida parantaa sijoittamisen tulosta. Jos yhtiön julkistaman pörssitiedotteen laatu on alhainen, siitä pääsevät hyötymään harvemmat kuin siinä tapauksessa, että se on pidemmälle jalostettu. *Mitä alhaisempi tiedon jalostusaste on, sitä eriarvoisemmin se hyödyttää sijoittajia.*

Tiedotuksen pistekäsityksen rinnalle uudeksi tarkastelutavaksi esitän *tiedotuksen prosessikäsitystä*. Se perustuu tiedon jatkuvuudelle, laadulle sekä tiedon yhdistämiseen liiketoiminnan kokonaisuuteen. Prosessikäsitys huomioi myös passiviteetin aikaansaamat viestit. Tässä mallissa sääntely perustuu laveampaan tiedonantovelvollisuuden tulkintaan ja osapuolten kokonaisvastuuseen. Tiedotuksen prosessikäsityksellä on läheinen yhteys sopimusoikeuden prosessikäsitykseen. Molemmat ovat asteittainen muotoutuvia ja muuttuvia. Tietoonkin sisältyvä velvollisuus muuttuu ajan mukana. Vastuu syntyy myös passiivisesti muodostuneesta tiedosta, (i) kun yhtiö sallii hiljaisesti totuudenvastaisen tiedonsuunnan vahvistumisen, (ii) kun yhtiö auttaa selektiivisesti toista tulkitsemaan yhtiöinformaatiota, (iii) kun yhtiön liiketoimintaprosessissa tiedon merkitys ja olennaisuus kasvavat hitaasti, (iv) yhtiön rakenteen seurannaisena, jos yhtiön julkistamat tiedot ovat vaikeaselkoisia, (v) kun yhtiön hallituksen jäsen omavaltaisesti kommentoi yhtiön asioita tai (vi) kun yhtiö opportunistisesti ajastaa tiedon aktivoitumaan myöhemmin.

4 MARKKINAOSAPUOLET JA NIIDEN TIETO

Tiedonantovelvollisuuden toteutumisessa on kyse relaatioista. Kaikki markkinaosapuolet vaikuttavat ennakolta yhtiön julkistamaan tietoon siten, että yhtiö suhteuttaa tiedotteen sen todennäköisesti saamaan vastaanottoon. Osapuolet valitsevat erilaisia käyttäytymisstrategioita kätkeäkseen omat aikeensa ja arvostuksensa.³ Siksi tässä tutkimuksessa tehdään ero *yhtiöntiedon*, *sijoittajan tiedon*, *markkinatiedon* ja *mediantiedon* välillä.

Yhtiöntieto on yhtiön omassa hallussa olevaa tietoa itsestään, markkinoistaan ja toimintaympäristöstään. Yhtiö pyrkii pitämään tietonsa koherenttina ja hermeettisenä. Yhtiön rooliin kuuluu puolustaa julkistamaansa tietoa, jolla se luo yhtiölle uusia arvoja.

³ *Schroeder, Jeanne L.*: The End of the Market: A Psychoanalysis of Law and Economics. Harvard Law Review. Vol. 112. 1998. 542–543.

Sijoittajantieto. Informaatio asiantuntijoille ja maallikoille nähdään tässä tutkimuksessa erilaisina. Lain esitöiden ajatus ns. huolellisesta sijoittajasta asetetaan kyseenalaiseksi. Jos informaatio suunnattaisiin vain ammatillisille, yhtiöiden valvonta heikkenisi.

Markkinatieto. Markkinoilla yleisesti tunnettua tietoa yhtiön ei tarvitse julkistaa. Käsite on kuitenkin epäselvä. Markkinatiedoksi hyväksytään vain se markkinoilla tasapuolisesti kenen tahansa vastikkeetta saatavissa oleva tieto, jonka yhtiöt ovat toiminnastaan julkistaneet tai joka on saatavissa virallislähteistä.

Mediantieto on osa markkinatiedon tulkintakoneistoa. Median julkistamat harhaanjohtavat tiedot voivat haitata tiedonantovelvollisuuden tavoitteiden toteutumista. Medialla on myös vastuu osallistumisestaan arvopaperimarkkinoiden toimintaan.

Arvopaperimarkkinalain tavoitteet pitkäaikaisia, jonka vuoksi prosessikäsitys on perusteltu. Käytännön tutkimukset⁴ osoittavat kuitenkin tiedottamisen korostavan tiedotuksen pistekäsitystä. Pistekäsitys antaa käytännössä laajan harkintavapauden yhtiölle, mutta ei huomioi sijoittajan jatkuvaa tiedontarvetta. Nykyinen tiedonantovelvollisuuden oikeudellinen tulkinta mahdollistaa yhtiölle opportunistisen käyttäytymisen eikä tue sijoittajan edellytyksiä perustellun arvion muodostamiseksi osakkeesta.

5 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN PROSESSIKÄSITYKSEN OIKEUDELLISET ULOTTUVUUDET

Tiedonantovelvollisuutta laajennetaan neljällä oikeudellisella ulottuvuudella, joiden on oltava voimassa ennen kuin yhtiö on täyttänyt tiedonantovelvollisuuden. Tiedonantovelvollisuus on siten vain *yleisnimitys* moniulotteiselle velvollisuudelle.

Edellytysulottuvuus käsittää ne toimet, joilla yhtiö täyttää tiedottamisen sisällölliset, ajalliset ja huollolliset tarpeet. Edellytysulottuvuus kohdistuu yhtiön sisäiseen toimintaan ja tiedottamisen järjestelmiin.

Olennaisuusulottuvuus jaetaan systeemi- ja laatuarviointiin. Systeemi-arvioinnissa olennaisuutta tarkastellaan etukäteen sovittujen, usein kvantitatiivisten kriteerien perusteella. Laatuarvioinnissa tunnistetaan olennaisuuden laadullisia piirteitä ja verrataan niitä aiemmin tiedossa olleisiin seikkoihin. Olennaisuutta on tarkasteltava yhtiökohtaisesti, ja se on eri hetkinä erilainen. Tarkaste-

⁴ Healy, Paul M. – Palepu, Krishna G.: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31. (2001). 405–440.

lussa on tärkeää tiedon olennaisuuden kriteerit, arvioimiseen liittyvä toiminta, sen järjestäminen ja vaiheet.⁵ Olennaisuuden arvioimiseksi tietoja on verrattava, lajiteltava, järjestettävä ja muotoiltava. Sen sijaan tiedon olennainen vaikutusominaisuus arvopaperin arvoon ei ole johdon, vaan markkinoiden tehtävä.

Huoltoulottuvuus on keskeisesti jo julkistettujen tietojen täydentämistä. Yksittäinen tieto on osa mosaiikkimaisesti muotoutuvaa liiketoiminnan strategiaa. Huoltoulottuvuudessa tarkastellaan totuudenvastaisuutta ja harhaanjohtavuutta, jotka voivat ilmetä epäolennaisten seikkojen korostamisena, olennaisista seikoista vaikenemisena tai niiden vähätteleminenä, toisen johdattamisena muodostamaan väärä käsitys seikan merkityksestä, annetun tiedon moniselitteisyytenä, julkisuuskyynnyksen muuttamisena, väärän tiedon antamisena, väärän tiedon syntymisen sallimisena olemalla passiivinen tai tiedon peittämisenä muun informaation alle. Peliteoria- ja varallisuusnäkökohdista⁶ on johdettu käsitys, jonka mukaan johdon esittämä valhe voi olla arvopaperimarkkinoilla hyväksyttävää, jos se syntyy spontaanisti vuorovaikutustilanteessa, jos se ei sisällä vanhan tiedon aktiivista korvaamista uudella tiedolla, jos se tapahtuu puolustautumistarkoituksessa yhtiön edun turvaamiseksi, jos se koskee valmistelun alaisia asioita, ja jos se oikaistaan ilman aiheetonta viivytystä. Yhtiön yksilöllinen tiedottamistapa vaikuttaa arviointiin. Tulosvaroituksen perusteena ei voi olla se, ovatko markkinat väärässä, vaan yhtiön aiemmat ilmoitukset.

Ajallinen ulottuvuus kuvaa tiedon syntymis-, vahvistumis/vähenemis/jatkumis- sekä vanhenemisajankohtia, jotka voivat määräytyä eri perusteilla eri yrityksissä. Tiedon syntymisajankohta on silloin, kun johto on antanut sille olennaisen merkityksen. Tämän jälkeen tieto siirtyy välitilaan, jolloin tiedottamisen viivytys voi olla aiheellinen, jos asia on kesken, jos tiedon luotettavuus on varmistettava, jos tiedottamiseen on valmistauduttava tai jos on pelko liian tiedon aikaansaamasta epästabiileista. Julkistuksen jälkeen tieto joko vähitellen menettää merkitystään, vahvistuu tai jatkaa olemassaoloaan. Tutkimus esittää etu- tai takapainotteisen tiedottamisen käsitteet. Aikaulottuvuuden monidimensioisuudesta johtuu, että keskinäisiltä syy-yhteyksiltään heikot, mutta ajallisilta yhteyksiltään vahvat seikat, tai päinvastoin, voivat vaikuttaa siihen, että tiedon olennaisuus muuttuu. Näin käy erityisesti silloin, kun uusi tieto kytkeytyy vanhan tiedon muuttumiseen harhaanjohtavaksi.

⁵ *Ying, Yeo Hwee*: Common Law Materiality – an Australian Alternative. *Journal of Business Law* 1990. 97–109.

⁶ *Kahan, Marcel*: Games, Lies, and Securities Fraud. *New York University Law Review*. Vol. 67. Oct. 1992. 750–800.

6 SJOITTAJAN PERUSTELLUT ODOTUKSET

Tiedonantovelvollisuus luo sijoittajalle perustellun odotuksen neljällä tavalla: (i) julkistetun tiedon pohjalta, (ii) yhtiön aiemman toiminnan pohjalta, (iii) tiedon voimassaolon, sekä (iv) joskus myös markkinatiedon pohjalta. Julkistettua tietoa pidetään osakkeenomistajien *saavutettuna etuna*. Siksi informaatio on osa varallisuutta.

Sijoittajan kokemukset tendensoivat tulevia käsityksiä. Tämän vuoksi on parempi pyrkiä parantamaan yhtiökohtaisen informaation laatua, ei vain lisäämään yhtiöiden vertailukelpoisen informaation määrää. Laajemman harkintavapauden antaminen yhtiön omille tiedotustavoille antaa markkinoille enemmän ja laadullisesti parempaa informaatiota kuin liian tiukasti säännelty vertailukelpoinen informaatio. Yhtiöiden tiedotteiden muuttuminen sisällöltään neutraaleiksi on johtanut standardoituun tiedottamiseen, tiedotuskielen tehostumiseen, tiedotuskustannusten vähentymiseen ja yhtiöiden vertailukelpoisuuden lisääntymiseen, mutta samalla myös niiden informaatioarvon laskuun. Tästä standardoitumisesta ja tiedon pirstaloitumisesta aiheutuu sijoittajalle riski, joka korostuu pistekäsityksen vuoksi. Koska tiedon itseisarvoa ei voida puhdistaa asiayhteydestään, yhtiön kokonaisuudesta, myös kokonaisuutta koskeva tiedonantovelvollisuus on välttämätöntä.

7 LOJALITEETTI TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN KOMPONENTTINA

Lojaliteettiperiaate saa erilaisen sisällön yhtiöoikeudessa, sopimusoikeudessa ja arvopaperimarkkinaoikeudessa. Yhtiöoikeudessa lojaliteettivelvollisuus ilmenee fidusiaarivastuuna. Sopimusoikeudessa taas lojaliteettivelvollisuudella tarkoitetaan velvollisuutta ottaa vastapuolen edut huomioon kohtuullisessa määrin. Koska arvopaperimarkkinoilla osapuolten edut ovat aina epäsuhdassa, arvopaperimarkkinoiden lojaliteettiperiaatteelle kehitetään uusi tulkinta.

Osakkeenomistajan tiedollisesti epäarvoisesta asemasta johtuva lojaliteettivelvollisuus toimii ennakolta eturistiriitojen tasaajana. Jatkuva informaatio on lojaliteettivelvollisuuden noudattamisen perusta. Sosiaalipoliittista lojaliteettikäsitystä⁷ hyväksikäyttäen tehdään kolme johtopäätöstä: (i) Tiedottaminen ei ole naiivia avoimuutta, vaan se voi olla myös mitä suurinta laskelmointia. (ii) Tiedottaminen on tehokkaimmillaan juuri konfliktitilanteissa, jossa lojaliteetilla mitataan johdon luotettavuus ja uskollisuus. (iii) Lojaliteetti tiedonantovelvollisuus-

⁷ Hirschman, Albert O.: Exit, Voice and Loyalty. Cambridge, MA: Harvard University Press 1970. 77–80.

nessa lisää yhtiöiden tehokkuutta ja uusien tiedotusvaihtoehtojen hakemista.

Lojaliteetin ilmaus ei aina ole avoin tiedottaminen, vaan se voi olla juuri päinvastainen toiminta, vaitiolo, usein johdon ”palkkaetuihin” kuuluva kärsimys. Johdon yksi rooli tiedottamisessa onkin imeä organisaation ja liiketoimintaympäristön tuskaa sisäänsä, ja suodattaa ulos vain yhtiön tavoitteiden saavuttamista palveleva tieto. Tällöin se on myös osakkeenomistajien ja markkinoiden etu. Lojaliteettivollisuus tuo tiedotuksen piste- ja prosessikäsitykseen saman arviointikriteerin ja jälkimmäiseen proaktiivisen tiedottamisperiaatteen. Lojaali yhtiö ennakoii sijoittajien odotuksia luottamuksensuojaperiaatteen mukaisesti.

8 TIETOON SITOUTUNUT VARALLISUUS

Jos informaatiota jäsennetään *varallisuus oikeuksien* kohteena, tarkastellaan informaation ohjautumista siihen käyttöön, jossa sen arvo on suurin. Tämä tuo tiedonantovelvollisuuteen uusia oikeudellisia tekijöitä. Informaation sitoutuminen yhtiöön tarkoittaa, että tiedonantovelvollisuus on tullut täytetyksi vasta, kun informaatio on laadukasta ja kattaa kohtuullisesti myös sijoittajan riskiasemat. Tämän vuoksi esimerkiksi riskitoimialojen tiedottamisen tulisi olla laadukkaampaa kuin vähemmän riskialttiden toimialojen. Tämä on yksi osoitus *informaatiovarallisuuden paralleelisuusvaatimuksesta*.

Informaation varallisuusomaisuus kuuluu paitsi asymmetriseen, produktiiviseen informaatioon⁸, mutta myös redistributiiviseen informaatioon, joka taas palvelee varallisuuden uusjakoa. Tätä yhteiskunnan informaatiovarallisuuteen liittyvää redistributiivista informaatiota pitää suojata loukkauksilta ja väärän tiedon levittämiseltä. Jokainen markkinoilla esiintyvä väärä, harhaanjohtava tieto tai virhe aiheuttaa kustannuksia. Oikea informaatio taas edistää allokatiivista tehokkuutta.⁹ Median markkinoille levittämä totuudenvastainen informaatio on desktruktiivista. Siksi tutkimus määrittelee *informaationsuojaperiaatteen*. Se muodostuu oikeudesta omistaa informaatio ja oikeudesta suojata sitä. Yhtiön omistamalla sisäisellä informaatiolla on liikesalaisuutta suojaava lain säännös. Yhtiön tiedottamalla, julkisesti omistetulla informaatiolla on arvopaperimarkkinallain edellyttämä totuudellisuusvaatimus, joka suojaa kaikkia, paitsi sijoittajia myös suurta yleisöä.

Median vastuu syntyy siitä, että se julkaisee, ei vain uutisia yleensä, vaan valikoimiaan yhtiöitä koskevia uutisia, joihin lukijat ainakin osittain tukeutuvat

⁸ Rudanko, Matti: Rakennuttajan myötävaikutushäiriöistä rakennusurakassa. SLY A 183. Vammala 1989. 219.

⁹ Kronman, Anthony: Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts. Journal of Legal Studies. Volume VII (1) January 1978. 2–3.

ratkaisuja tehdessään. Median toiminnasta on tällöin nähty syntyvän myös negatiivisia, ulkoisia kustannusvaikutuksia. Jos media levittää väärää informaatiota yhtiöstä, se joutuu yhtenä arvopaperimarkkinoiden osapuolena kantamaan myös markkinaa osallistumisen mukanaan tuoman vastuun. Siksi yhtiöinformaatiota koskevan totuudellisuusvaatimuksen tulisi ulottua myös median välittämään taloudelliseen informaatioon.

Oikeus pitää salassa ja velvollisuus julkistaa informaatiota ovat kaksi kilpailevaa oikeudellista arvoa. Arvopaperimarkkinoilla yksityisoikeudellisella yhtiöinformaatiolla on samanaikaisesti sekä yksityisen että julkisomaisuuden piirteitä. Molemmat tarvitsevat oikeudellista suojaa. Informaation omaisuudensuojaan liittyvillä perusoikeuksilla saattaa olla merkitystä arvopaperimarkkinoiden oikeussuhteissa¹⁰ ja siinä oikeussääntöjen tarkastelussa, jossa erotetaan toisistaan informaatio varallisuus-oikeuksien kohteena (rights in information) ja informaation käyttöä rajoittavat oikeudet (rights to information).¹¹ Laki antaa kaikille perusoikeuden sananvapauteen. Yhtiön oikeus pitää jokin olennainen tieto salassa on puolestaan sen omaisuudensuojaan kuuluva oikeus, ja näin myös perusoikeutena suojattu. Tällöin on vastakkain kaksi yksityisautonomista perusoikeutta, johon uudempi oikeuskirjallisuus viittaa. On pyrittävä *Pöyhösen*¹² tapaan edistämään *kaikkien* perusoikeusjärjestelmään sisältyvien arvojen, niin sananvapauden kuin omaisuudensuojankin toteutumista. Tämä merkitsee, että median on yhtiötä koskevassa uutisoinnissa otettava huomioon myös se, minkälaisia varallisuusvaikutuksia uutisoinnilla voi toiselle osapuolelle olla. Tällä perusteella tarkastellaan myös mahdollisuuksia rajoittaa sananvapautta.

Sananvapauden rajoittamisedellytyksistä markkinaluottamuksen ylläpitämiseksi olen ottanut keskeisinä tarkasteltavaksi (i) *rajoitusperusteen hyväksyttävyyden ja painavan yhteiskunnallisen tarpeen vaatimuksen*, (ii) *ydinalueen koskemattomuuden ja* (iii) *rajoitusperusteen suhteellisuuden*. Virheellinen informaatio on julkisen omaisuuden loukkaamista. Mikrotasolla tiedon vastaanottajien aika tuhlantuu tiedon oikeellisuuden selvittämiseen. Makrotasolla yhteiskunnan resurssit kohdentuvat tuottamattomaan toimintaan. Taloudellisen tiedon välityksessä sananvapauden asema ydin/reuna-alue-asteikossa on käsitykseni mukaan liukuva. Siksi myös, mitä merkittävämpi media on, sitä suurempia vaatimuksia tietojen oikeellisuudelle voidaan asettaa. Median sananvapaus on sitä heikommin suojattavissa mitä epämääräisemmästä tiedosta on kysymys tai mitä painavampi toisella puolella oleva perusoikeuden suoja on.

Yhteiskunnan hyvinvointi on merkittävältä osin markkinaluottamuksen varassa. Sen horjuminen on kaikkien vahinko, *public bad*.

¹⁰ Rudanko 1998, 117.

¹¹ Bergmans, Bernhard: Inside information and securities trading. A legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and European Community. Cornwall 1991. 189 ss.

¹² Pöyhönen, Juha: Uusi varallisuus-oikeus. Helsinki 2000. XIV–XV.

9 JOHTOPÄÄTÖKSIÄ

Tiedonantovelvollisuuden laajentaminen vaikuttaa yhtiön tiedotuksen entistä tarkempaan suunnitteluun ja järjestämiseen, tiedotusfunktion aikaisempaan mukaantuloon yhtiön liiketoiminnan suunnitteluun, tiedotuksen oikeudellisten vaikutusten parempaan tunnistamiseen ja yhtiön sisäisten järjestelmien kehittämiseen (verkkoinformaation syvempään hyödyntämiseen, sidosinformaation merkitysten parempaan seurantaan, yhtiön tiedotuksen vastuunjaon selkiyttämiseen).

Median tahallisesti levittämä väärä tieto tulisi saattaa rangaistavaksi. Koska tahallisuuden osoittaminen voi usein olla vaikeaa, tulisi harkita asetettavaksi epävarman tiedon varmana esittämisen kielto.

Markkinavalvojien toteuttama erityissääntelyn lisääminen yleissääntelyn kustannuksella merkitsee paitsi yhtiöiden myös markkinavalvonnan kustannusten nousua sekä jatkuvaa kierrettä tiedonantovelvollisuussäännösten muuttamiseen ja ajantasaistamiseen. Vaihtoehtona näen tiedonantovelvollisuuden tulkinnan laajentamisen edellä mainituilla ulottuvuuksilla. Valvontaviranomaisten tulisi puolestaan valvoa pikemminkin arvopaperimarkkinalain periaatteen kuin normin noudattamista.

Summary

1 INTRODUCTION

The material wellbeing of society depends on society's total wealth. The function of the securities markets is to foster this wealth. Since the wealth of society is always limited, it is important that its resources are invested profitably at the lowest possible cost. For this reason each unnecessary cost or delay is a cost item for society. Stock prices reflect all the material information available.

To ensure that the Finnish securities markets operate in an efficient, transparent and liquid¹ manner the regulations governing public limited companies in Finland include the requirement to disclose information on a continuous basis. The purpose of this obligation is to protect investors, to counterbalance the asymmetry of information that companies have with respect to investors, to reduce the cost of acquiring information, to provide investors with sufficient and correct information, to prevent the dissemination of incorrect information in the market, and to increase market efficiency.

The subject of this study is Chapter 2, Section 7 of the Finnish Securities Markets Act, which states that “the issuer of a security subject to public trade shall, without undue delay, publish and file with the party in charge of the public trade in question all its decisions as well as all information on the issuer and its activities that are likely to have material influence on the value of the security”.

Despite the apparent comprehensive nature of this clause and the regulations of the Helsinki Exchanges there exists *no clear set of statutory definitions* as to how companies should meet the requirement to disclose information on a continuous basis. Accordingly, the fundamental question that this study seeks to answer is: When has a company met the requirement of continuous disclosure? This question applies not only to the time when the requirement is fulfilled but also to the underlying conditions of the requirement, the materiality of information and how it is monitored. Since the market actors can influence the ability of the investor to make a reasonable estimate of a share's worth², the study addresses both the legislation in force and the behaviour of the market actors themselves.

¹ *Fama, Eugene*: Efficient capital markets: A review of theory and empirical work, 25 Journal of Finance. 1970. 383 ss.

² *Hanson, Jon D. – Kysar, Douglas A.*: Taking Behavioralism Seriously: The Problem of Market Manipulation. NY Law Rev. Vol. 74. 1999. 635.

2 PROBLEMS WITH REGULATING THE SECURITIES MARKETS

A central aim of regulation is to ensure confidence in the securities markets. Confidence, however, is a diffuse concept. The law, and the rules and guidelines that supplement it, provide only a framework and therefore interpretation of the regulations should be broadened in scope.

An increasing amount of information on listed companies is generated outside the company itself. However, the market supervision authorities do not even have time to supervise the growing stream of information disclosed by companies themselves, let alone externally produced information. The legal provisions, and the guidelines based on them, to an ever increasing extent regulate random aspects of this information flow. In fact it is information that is not specifically regulated that has emerged as the most important information from the capital market's perspective and this is precisely the information that companies have free discretion over. Information disclosed by companies on a discretionary basis has become more important than the information required as mandatory. Indeed, in certain business sectors such information is considered even more important than the financial statements themselves. Regulation does not fulfil its aim.

The aim of the disclosure requirement is to ensure that the investor can make a reasonable estimate of a share's worth based on the information disclosed. The investor's protection is threatened if the company releases its information in individual disconnected pieces. Individual bits of information represent only a fragment of the total picture on the company. This study attempts to develop a more comprehensive set of definitions that would make it possible to regulate the disclosure requirement more effectively.

3 THE MOMENTARY AND PROCESS CONCEPTS OF INFORMATION

A primary reason for misuse of the disclosure requirement is the fact that the requirement, as it is currently interpreted, is built on guidelines applying to momentary events, individual matters and special situations. I call this the *momentary concept of information* as it highlights information that can be defined only when the disclosure requirement starts and ends. Such information is released in 'pulses'. A company's operations, however, are ongoing all the time between these pulses and individual bits of information are continually changing in relation to other information. Published information does not reveal this relationship with the company's business and strategy. The fragmented and disconnected nature of such information increases the information risk experienced by the investor.

Published information nowadays is most often *raw information* from which everyone receiving it can draw their own conclusions. Does that matter? Doesn't this in fact fulfil one of the market's basic functions – investors pass on to the share price the uncertainty implicitly expressed by a company that handles its disclosure obligations poorly? The share price loses value, the market works.

The answer, however, is not that simple. The disclosure requirement has been established to protect the investor, to reduce risks, to prevent opportunistic and unfair advantage, and to maintain confidence. The market cannot function as a sort of game of risk and advantage. All market actors are responsible for ensuring that, based on correct information on the company, *the possibility exists* to form an overall picture of the company's operations. Risk should relate to business operations, not to information or its distribution.

Commonly, more information on a company is asked for. Simply increasing the volume of information, however, does not make investment decisions easier. If the quality of a company's stock exchange releases is poor, fewer people will gain benefit from them than if the releases were better prepared. Hence, *the less that information is refined, the greater the inequality between investors as they use this information*.

Alongside the momentary concept of information I also propose a new method of examining information which I call the *process concept of information*. This is based on continuity and quality of information, and relating it to the company's business operations as a whole. The process concept also takes into account company releases that result in passivity. Regulation under this model is based on a broader interpretation of the disclosure requirement and the overall responsibility of the parties involved. The process concept of information is closely related to the process approach in contract law. Both are incrementally malleable and changeable. The responsibility inherent in information changes with time. Responsibility also arises from information that is generated passively, (i) when the company gives its tacit approval to information becoming untruthful, (ii) when one company selectively helps another to interpret information on itself, (iii) when the importance and materiality of information in the company's business processes grows slowly, (iv) as a result of the company's ownership structure if the information disclosed by the company is difficult to interpret, (v) when a member of a company's board of directors on his own authority comments on the company's affairs, or (vi) when the company times the disclosure of the information in an opportunistic matter.

4 MARKET ACTORS AND THEIR INFORMATION

Compliance with the disclosure requirement is a question of relations. All market actors are instrumental in influencing the information disclosed by a company because the company will relate its disclosure practice to the way this information will most likely be received. The parties choose various behavioural strategies to conceal their own intentions and assessments³. This study accordingly draws a distinction between *corporate information*, *investor information*, *market information* and *media information*.

Corporate information is the information on the company, its markets and operating environment that the company itself possesses. The company seeks to keep this information coherent and hermetic. One of the company's roles is to defend the information it releases in order to create new values for itself.

Investor information. Information intended for experts and information for laymen are treated as separate types of information in this study. The idea of the so-called prudent investor in the legislative materials is called into question. Aiming information solely at professionals would weaken corporate supervision.

Market information. The company does not need to publish information generally known by the market. This concept is unclear, however. Only information released by the company on its operations or available from official sources and that is equally available to everyone at no cost qualifies as market information.

Media information is part of the interpretation machinery of market information. Misleading information published by the media can hamper the aims of the disclosure requirement. The media is also responsible for the way it participates in the securities market.

The aims of the Securities Markets Act are long-term, which further justifies the process concept of information. Practical studies⁴ indicate, however, that corporate disclosure practice emphasizes the momentary concept, which gives wide discretion to the company while failing to take into account the need of the investor for continuous information. The legal interpretation of the disclosure requirement today enables companies to behave in an opportunistic fashion and does not support investors in their efforts to form a reasonable estimate of the company's share price.

³ Schroeder, Jeanne L.: The End of the Market: A Psychoanalysis of Law and Economics. Harvard Law Review. Vol. 112. 1998. 542–543.

⁴ Healy, Paul M. – Palepu, Krishna G.: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of empirical disclosure literature. Journal of Accounting and Economics 31. (2001). 405–440.

5 JURIDICAL DIMENSIONS OF THE PROCESS CONCEPT OF THE DISCLOSURE REQUIREMENT

This study broadens the disclosure requirement with four juridical dimensions which must exist before the company can be said to have fulfilled the requirement. Hence, the disclosure requirement is only a *general name* for a multifaceted requirement.

The *precondition dimension* covers the actions taken by the company to meet the disclosure requirement with respect to content, timing and maintenance. This dimension focuses on the company's internal activities and information systems.

The *materiality dimension* is divided into system and quality assessments. The system assessment examines the materiality of information based on pre-agreed criteria, which are often quantitative. The quality assessment identifies the qualitative nature of materiality comparing this with previously known matters. Materiality must be assessed company by company and it also varies from moment to moment. Important aspects when assessing materiality are the criteria defining materiality, how the assessment is organized and performed, and its various stages⁵. Assessing materiality calls for comparing, categorizing, organizing and shaping information. Whether, by contrast, information has a material impact on the security's value is not for the company's management but for the market to decide.

The *maintenance dimension* is essentially a matter of supplementing information already published. An individual item of information forms part of the mosaic that makes up the company's business strategy. The maintenance dimension examines whether the information is untruthful or misleading, as evidenced by an emphasis on immaterial matters, remaining silent about or playing down the importance of material matters, encouraging another party to form an erroneous impression of the importance of a matter, the ambiguity of disclosed information, changing the disclosure threshold, providing incorrect information, allowing incorrect information to be formed by remaining passive, or concealing information under other information. Game theory and property considerations⁶ have given rise to the idea that a lie presented by company management could be acceptable in the securities market if it arises spontaneously during dialogue, if it does not involve the active replacement of old information with new, if it takes place as a defensive measure in order to

⁵ Ying, Yeo Hwee: Common Law Materiality – an Australian Alternative. *Journal of Business Law* 1990. 97–109.

⁶ Kahan, Marcel: Games, Lies, and Securities Fraud. *New York University Law Review*. Vol. 67. Oct. 1992. 750–800.

safeguard the company's interests, if it applies to matters still at the preparatory stage, and if it is rectified without undue delay. The company's individual disclosure policy will influence the assessment. That the market is wrong does not constitute grounds for a profit warning; for that, the company's previous announcements are necessary.

The *time dimension* describes the time or the very moment when the information is generated, confirmed/discounted/continued and becomes out of date. The criteria used to determine these times are different for different companies. The time at which information can be said to be generated is when company management gives this information material relevance. Thereafter the information enters a 'pending period' during which there may or may not exist good grounds for its delayed disclosure: if the matter is still unresolved, if the reliability of the information must be established, if time is needed for preparing its disclosure, or if there is concern that instability might result from a surplus of information. After disclosure, the information gradually loses its relevance, is confirmed, or continues to exist. This study presents the concepts of pre- and post-disclosure. One result of the multidimensional nature of the time dimension is that matters connected weakly with respect to cause and effect but strongly in time, or vice versa, may change the materiality of the information. This will be particularly true when new information makes previous information misleading.

6 REASONABLE EXPECTATIONS OF THE INVESTOR

The reasonable expectations of the investor, as intended by the disclosure requirement, are formed from four sources: (i) disclosed information, (ii) the company's previous behaviour, (iii) the period during which the information remains valid as defined in the time dimension above, and (iv) sometimes also market information.. Published information is considered to be an *acquired right* of the investor and for that reason information is a form of property.

The investor's earlier experience will colour his future understanding. It is therefore better to try to improve the quality of company information rather than simply increasing the volume of comparable information on companies. Giving companies broader discretion as to how they disclose information would give the market more and qualitatively better information than excessively regulated comparable information. Compelling companies to be neutral in the content of their releases has led to standardized disclosure practice, their more efficient use, lower information costs and increased comparability between companies, but also at the same time to a fall in the information value of their releases. This standardization and the fragmentation

of information gives rise to a risk for the investor that is emphasized due to the momentary concept of information. Since the intrinsic value of information cannot be removed from its context, the company as a whole, it would be equally essential for the disclosure requirement to apply to the whole likewise.

7 LOYALTY AS A COMPONENT OF THE DISCLOSURE REQUIREMENT

The principle of loyalty has a different content in corporate law, contract law and securities markets legislation. In corporate law the loyalty requirement is evident as the company's fiduciary duty. In contract law, however, the loyalty requirement means the duty to take the counterparty's interests into account to a reasonable extent. Since the interests of the parties in the securities markets are always opposing, yet another interpretation of the loyalty principle is necessary.

The loyalty requirement resulting from the unequal position of the shareholder in matters of information works to prevent conflicts of interest before these arise. The basis underlying compliance with the loyalty principle is continuity of information. This study draws three conclusions using the social-political concept of loyalty⁷: (i) far from being naïve openness, information can also be entirely calculated, (ii) information is at its most effective in conflict situations where loyalty is the criterion by which confidence in company management and its loyalty are measured, and (iii) the presence of loyalty in the disclosure requirement would increase corporate efficiency and the desire to identify new alternative means of disclosing information.

An expression of loyalty does not always imply open disclosure. In fact it can be the opposite; silence, the pain often associated with the 'compensation package' awarded to the company's top executives. Where information is concerned one of management's roles is to take onto its own shoulders the pain experienced by the organization and the business environment, and to issue only such information as serves the goals of the company, in which case this also coincides with the interests of shareholders and the market. The loyalty principle furnishes the momentary and process concepts of information with the same assessment criterion, and the process concept of information with the principle of proactive disclosure. The loyal company will anticipate investors' expectations in accordance with the protection of trust principle.

⁷ Hirschman, Albert O.: *Exit, Voice and Loyalty*. Cambridge, MA: Harvard University Press 1970. 77–80.

8 PROPERTY CONNECTED TO INFORMATION

If information is analyzed from the perspective of *property rights*, the object of supervision is to determine how well the information is directed to the use that has the greatest value. This would bring new legal aspects to the disclosure requirement. The connection of information to the company means that the disclosure requirement is only fulfilled when the information is of sufficiently high quality and to a reasonable extent covers the investor's risk exposure. For this reason information disclosed by high-risk businesses should be of higher quality than in the case of businesses subject to a lower level of risk. This is one indication of the *parallelity requirement of information property*.

The property nature of information belongs not only to asymmetric, productive information⁸ but also to redistributive information, which in turn serves the re-division of wealth in society. This aspect of redistributive information as associated with the information property of society should be protected from damage and the dissemination of wrong information. Every wrong, misleading piece of information or mistake that reaches the market generates costs. Correct information, on the other hand, fosters allocative efficiency.⁹ Untruthful information propagated by the media to the market is destructive. This study, therefore, defines the *principle of information protection*, which is formed from the right to own information and the right to protect it. The confidentiality of a company's internal information is protected by law. The information released by the company, and therefore publicly owned, has the truthfulness requirement stipulated by the disclosure requirement stipulated in the Securities Markets Act which protects all parties, not just investors but the public at large.

The media's responsibility arises from the fact that it publishes not just news in general but news that the media itself selects and which readers rely on, at least in part, when making their decisions. This means that the media has been seen to generate also negative, external costs. If the media propagates incorrect information on a company it must also, as one party operating in the securities markets, accept the responsibility that belongs to securities markets actors. For this reason the truthfulness requirement that applies to company information should be extended to the financial and business information put out by the media.

The right to keep information secret and the obligation to make information public are two competing judicial values. In the securities markets, company

⁸ Rudanko, Matti: Rakennuttajan myötävaikutushäiriöistä rakennusurakassa, SLY A 183. Vammala 1989. 219.

⁹ Kronman, Anthony.: Mistake, Disclosure, Information and the Law of Contracts. Journal of Legal Studies. Volume VII (1) January 1978. 2–3.

information subject to civil law has characteristics of both private and public property simultaneously. Both need legal protection. The basic rights related to the protection of information as property could have significance in the legal relationships of the securities markets¹⁰ and in the examination of the legal rules which make a distinction between ‘rights in information’ and ‘rights to information’.¹¹ The law accords all parties the basic right to free speech. On the other hand, a company’s right to keep certain information secret is a right of property protection and thus also protected as a basic right. The result is that two basic rights of private autonomy are opposed to each other, a fact that the new judicial literature refers to. We should, in the manner suggested by *Pöyhönen*¹², work to ensure that *all* basic rights, both the right to free speech and the right to protection of property, are upheld. This means that, when releasing information on a company, the media should also take into account how the news will affect the other party’s property. On this basis we also examine the possibilities to restrict the right to free speech.

Of the preconditions to restricting free speech in order to maintain market confidence I have chosen the following for examination as being the most important: (i) *the requirement of acceptability of the basis for restriction and weighty social need*, (ii) *the immutability of the core area of a basic right*, and (iii) *the relativity of the basis for restriction*. Releasing incorrect information is a public property offence. At the micro-level the recipients of such information waste time in rectifying the information. At the macro-level society’s resources are used non-productively. Concerning the distribution of business and financial information, freedom of speech in my opinion occupies a sliding position on a scale describing the basic right to free speech where the core, immutable area of the right is at its centre and variable aspects are at its edge. It is also for this reason that the more important the media, the stricter the requirements that can be set on the correctness of information. The more that information is ill-defined, or the more important it is to protect the basic rights of the other party, the more difficult it will be to protect the media’s right to free speech.

The wellbeing of society is to a significant extent in the hands of the securities markets. Upsetting that well-being is to serve no-one’s interests and gives rise only to a *public bad*.

¹⁰ *Rudanko* 1998, 117.

¹¹ *Bergmans, Bernhard*: Inside information and securities trading. A legal and economic analysis of the foundations of liability in the USA and European Community. Cornwall 1991. 189 ss.

¹² *Pöyhönen, Juha*: Uusi varallisuusoiikeus. Helsinki 2000. XIV–XV.

9 IN CONCLUSION

Broadening the scope of the disclosure requirement would compel companies to plan and organize their disclosure activities with greater precision, to involve the disclosure function at an earlier stage in business planning, to better identify the juridical effects of the information they release, and to develop their internal systems (greater use of networked information, better monitoring of the effects of stakeholder information, clearer definition of disclosure responsibilities).

The deliberate release of incorrect information by the media should be made a punishable offence. Since it can often be difficult to prove that the act is deliberate, an alternative would be to prohibit the presentation of uncertain information as certain.

The increase of special provisions by the market supervision authorities at the cost of general provisions leads to a rise in costs, both in companies and in market supervision, as well as an unending cycle of changes to the disclosure requirement provisions and their updating. In my opinion an alternative would be to broaden how the disclosure requirement should be interpreted in the dimensions described above. The supervision authorities, for their part, should preferably supervise compliance with the underlying principle, rather than letter, of the Securities Markets Act.

Hakemisto

- Aaker, David A. – Day, George S.: kauppiaallisesta kehumisesta 224
- Aarnio, Aulis: välitilasta 269av563
- Aboddy, David – Kasznik, Ron: osakekompensaatiohypoteesista 124–125
- Ahlman, Erik: perustellun odotuksen periaatteesta 293–294
- Aiheellinen viivytys. Ks. Viivytys
- Ajallinen ulottuvuus 255 ss.
- Ajankohta 98, 210av444, 265, 269 ss.
- Akerlof, George A.: epärehellisuuden kustannuksista 386
- Aktiivinen tiedottaminen: käsitteenä 31; Ks. tiedottaminen
- Aldata Solution: tulosvaroitus 199–200
- Allokaatio, allokointi: 14av36, 18, 25av50, 172, 351, 356, 362 ss., 378, 380, 390
- Analyytikko 144, 150, 153, 155, 178, 216–217, ry:n eettiset säännöt 53–54, median tietolähteenä 156
- Ankara tiedonantovelvollisuus 334 ss.
- Anonyymi: luottamus 21av46, tiedon arviointi 211, edustajat 347, sijoittaja 7–8, 33, 249, 294, 326, 338, markkinan luonteena 21, 143, 321, osakkeenomistajasukupolvet 240, ja informaatio 357
- Arviointi: ristiriita objektiivisuuden kanssa 221
- Arvopaperimarkkina: järjestelmänä 80–81, 380, monoliittisena kokonaisuutena 109, -tieto 223, relaationa 288, institutionaalisen järjestelynä 297, ja lojaliteetti 25av52, 327
- Arvopaperimarkkinalaki: 5, 38 ss.; 2 luvun 1–2§ 38, 49; 2 luvun 3§ 41; 2 luvun 5§ 49; 2 luvun 7§ 9, 13, 39 ss., 49, 65, 177, 190, 307; 2 luvun 11§ 43; 3 luvun 4§ 41, 58, 60; 3 luvun 16§ 38; 4 luvun 1§ 38; 6 luvun 2§ 359; 8 luvun 3§ 177; 9 luvun 2§ 38; tavoite 6, muuttumattomuus 10, otsikointi 41, tulokinta 57, 340
- Arvopaperimarkkinaoikeus 12, 38, 112, 173–4, 256, 259, 293, 302, 323, 325, 327, 351, ja lojaliteettiperiaate 338, 363
- Arvopaperinvälittäjä 154av318, 260av551
- Asiantuntijaraportointi 136 ss.
- Asiantuntijat, ammattisijoittajat 136av280, 137, 236
- Astola, Tiina: yleisen edun vastaisuudesta 13av34, arvopaperinvälittäjästä 154av318, säännösten taustasta 226av480, sisäpiirinkaupoista 270av567
- Asymmetria 14av36, 116av231, 189, 222–224, 240, 297, 303, 326, 357, käsitteenä 27–28
- Avoimuus 102av194, 171, 187–188, 342
- Axberger, Hans-Gunnar: sananvapauden perustuslainsuojasta 380
- Baker, Edwin: yleisön uutistarpeen kritiikki 368
- Behavioral economics 118
- Benefon: tietojen riittävyys 249
- Bergmans, Bernhard: informaatio-oikeuksista 373
- Bergo, Knut: yhtiöiden arviointikyvyistä 129, pörssin velvollisuudesta 147av307, tiedon vaikuttamisominaisuudesta 209–210, kurinpitomaksusta 180av368, julkistamisajankohdasta 210av444, poikkeusluvasta 247av521
- Bespeaks caution -doktriini 104
- Biohit: tietojen epämääräisyys 226
- Bruun, Lars: sananvapauden rajoittamisesta 380
- Buell, Keith C.: sananvapaudesta 160av330
- Bygglin, Gustav: johdon vastuun perustasta 334
- Carpenter, Brian W. – Dirsmith, Mark W. – Gupta, Parveen P.: olennaisuusarviointeista 204
- Castrum: osakkeiden lunastus 336
- Caveat emptor – caveat venditor 110–111
- Clarke, F.F. – Dean, G.W. – Oliver, K.G.: vastuun pulverisoinnista 318av652
- Clarke, Malcolm: seikan tietootulemisesta 261av552

Coase, Ronald H.: ulkoisvaikutuksista 116
Coca Cola Company: verkottuminen 133
Coffee Jr., John C.: ja public good 368av777
Corporate governance 346

Dasgupta, Partha: luottamuksen synnystä 119av243, 331
De lege ferenda 85, 106, 148, 215, 261, 271, 304, yritysjärjestelyesite 337
Dietrich, Michael: käsitys markkinoista 26
Disclose or abstain -sääntö 201
Dotevall, Rolf: fuusioista 344av722
Due diligence 317av650, 358 ss., tarkastuksen käynnistämisen julkistaminen 359, tarkoituksesta 358av757
Dutta, Sunil – Nelson, Jacob: tiedonantovelvoitteesta 281

Early warning -tieto 275

Easterbrook, Frank H. – Fischel, Daniel R.: tiedonantovelvollisuudesta 119–120, 368, fidusiaarivelvollisuudesta 332, käsitteiden duty of care ja duty of loyalty ero 323av661, ja public good 368av777
Edellytysulottuvuus 180 ss., sisältö 181, ero huoltoulottuvuuteen 181, perustana 287
Eimo: osakemyynti 99, tiedotuspolitiikan muutos 304–305
Ekholm, Anders – Pasternack, Daniel: negatiivisesta julkistamiskynnyksestä 126–127
Ekholm, Anders: sijoittajan tiedontulkinnasta 200av416
Ekholm, Bo-Göran – Troberg, Pontus: oikeasta ja riittävästä kuvasta 195, 196
Ensimmäiset 13–15, 24, 191, 335
Epästabiliteettisääntö 272
Ericsson: erivät lausunnot 101
Erityisilanteet 57 ss, 70, 224, tunnistettavuus 83

Fama, Eugene: markkinatohokkuudesta 200av416
Fidusiaari- 323 ss.
Fortum: seikan ajallinen yhteys 281

Gower, L.C.B.: informaation omaksumisesta 63–64

Hackman: Designorin myyntikysymys 100
Haim, Levy – Sarnat, Marshall S.: hajauttamisen rajoituksista 314av643
Hallintakustannusten hypoteesi 125
Hallitus: jäsenen omavaltaisuus 100, jäsenen osakekaupat 316, vastuu pörssitiedotteesta 318, tiedonantovelvollisuuden ulottaminen 345
Hamilton, R. W.: velvollisuuden rikkomisesta 332av690
Hanson, Jon D. – Kysar, Douglas A.: huomion kiinnittymisestä yksityiskohtiin 64, alttiudesta manipulaatiolle 12av32
Harhaanjohtavuus 219 ss., 232, 242, 281, 300, 370, ensimmäisillä 14, markkinoinnissa 141–142, ero mielipiteeseen 160, ja varallisuuden tuhoutuminen 172, vs. valhe 234, kieltäminen 226av480, 363, ajankohdat 255av536, vs. vaikeus tulkita 282av594, kieltäytyminen 338
Harkinta 187, 267, 299, määrä 16, omistusrakenteen seurannaisena 102, 266av560, perusta 182 ss.
Haussila, Petri: due diligence -tarkastuksesta 317av650, sijoittajien tasapuolisesta kohtelusta 344av721
Healy, Paul M. – Palepu, Krishna G.: vapaaehtoisen tiedonjulkistamisen kannusteista 124–125, yhtiöverkoista 133, taloustoimitajista 156av324
Hedley, Steve: informaation paralleelisuudesta 111, 355
Heinonen, Keijo: harhaanjohtumisen ajankohdista 255av536
Hennes&Mauritz: mainonnan vaikutus pörssikurssiin 127–128
HETI-järjestelmä 11av29, 148
Hiljaiset tahdonilmaukset 95
Hirschman, Albert O.: lojaliteettikäsitys 328 ss., 332 ss., lojaliteettiasteikko 347
Honkapohja, Seppo: ylireagoinnista rahoitustieteessä 157av326
Horibe, Masao – Middleton, John: luottamuksesta mediaan 379av826
Hu, Henry T.C.: osakkeenomistajasukupolvista 344
Huhtamäki, Ari: markkinointi-informaatiosta 141–142, tiedonantovelvollisuudesta 217av458

Huhu 242 ss., 243av506, 250av529, 267, 370, 390, korjaaminen Yhdysvalloissa 245, vs. tietovuoto 247, kieltäytyminen 338

Huolellinen sijoittaja 141 ss., käsitteen riittämättömyys 144

Huolimattomuus 80, 177 ss., 219 ss. *Ks.* Törkeä huolimattomuus

Huoltolottuvuus 213 ss., 216, 225, yhteys edellytyslottuvuuteen 181, 288

Ikkuna: tiedotus- 83, avoin 315, käsite 317av649, suljettu 258

Ilman aiheetonta viivytystä 50, 149–150, 307av633, 276, 286, syyt sääntöön 269 ss.

Informaatio: tehokkuus 13, 58, 330, motiiviteijänä 24, käsite 58av113, 63 ss., yksityiskohtainen 64, tausta- 64, uusi suhteessa vanhaan 66 ss., ylitarjonta 65, arvo 65–66, 231, 309, 351, 355, 356 ss., lajit 78–79, laatu 266av560, 303, 354 ss., 362, parallellisuus 111, 354 ss., -asema 113, riittävyys 135, -riski 313, suodattaminen 174, vapaaehtoinen 194, 298, 303, sitovuuselementtien koostuminen 221, velvoittavuus 221, kannustin hankkimiseen 352, täyden utopia 222, -lojaliteettivaje 341, symmetrisyys 222, muuttuminen 223, yhtiökohtainen vs. vertailukelpoinen 196av410, 301av619, 303, 309, ”sopimusehtona” 327, ja lojaliteetti 327, 362, varallisuus oikeuksien kohteena 351, 362, sattumalta saatu 352, varta vasten hankittu 352, kiertoilike 356 ss., produktiivinen 356 ss., redistributiivinen 356 ss., 368, takuuluonne 360 ss., oikeus omistaa ja suojata 364, käyttöä rajoittava oikeus 373, liittyvä oikeus 373. *Ks.* myös Tieto

Informaatioasymmetria. *Ks.* Asymmetria

Informaatio suojaperiaate 364

Informaatio varallisuus 301, 351 ss., ja informaatio suojaperiaate 364, käsitteenä 32, 107, sisäinen 353, ulkoinen 353, 356 ss., muuttujana 362, perusoikeuslottuvuus 372, ja public good 368av777

Institutionaaliset sijoittajat 140

Internet 48av104, 130av264, 148

Intressiristiriidat 342

Investment story. *Ks.* Sijoitustarina

Itsesääntely 6, 17, 51 ss., 115, 166, 214, 303,

393, käsitteenä 33, vs. pakottava 23, 70, pöytäkirjat 24, riittävyys 37, valitusmahdollisuus 61av117, median 369, heikkous 17av43, 61av117

Jaakko Pöyry: tulosvaroitukset 199–200

Jauhiainen, Jyrki: huolellisesta sijoittajasta 142, seikan vertaamisesta tulokseen 192, yrityskauppakriteerien tehottomuudesta 192–193, seikan strategisesta merkityksestä 193

Jennings, M. M. – Reckers, P. M. – Kneer, D. C.: olennaisuuskäsitteestä 193

Jippii Group: varauman puute 103, seuranta-järjestelmän ongelmat 263–264, etupainotteen tiedottaminen 280

Johto: käsitteenä 32, luottamus 84, 198, 202 ss., toisintoimimismahdollisuus 85, signaalintihypoteesi 125, huolimattomuuden arviointi 178, tiedon arvioijana 208 ss., tehtävä 209, 211av447, 212, 327av677, 337, 342, johdon tieto 222, 261av552, 269, toimintamahdollisuudet 252, selonottovelvoite 265, 261av555, ja lojaliteetti 327 ss., 341, itsenäisyys 329, rooli tiedottamisessa 334, 367, hallituksen työrukkasena 345

Jolls, Christine – Sunstein, Cass R. – Thaler, Richard: tiedon vastaanottamisesta 213av452

JOT Automation: varauma tiedotteessa 102–103

Journalistin ohjeet 51–52, 382, 390

Julkisen etu 376 ss.

Julkishyödyke 7

Julkistaminen 23, 222, käsitteenä 40, 48, aikaistaminen 50, päätöksen 40, tapa 42, 161av333, 213av452, 309 ss., yrityskaupan 48, viranomaispäätöksistä 48, välimiesmenettelystä 48, oikeudenkäynnistä 48, sopimuksista 49, tulevaisuuden näkymistä 49, luottoluokituksesta 50, riskiaseman muutoksesta 50, esisopimuksesta 50, 60, prosessina 69, ajankohdasta 98, 210av444, hyödyntämisen kieltä 153, opportunistinen 167, osapuolisidottuus 177, 364, tavan olennaisuus 213, hetki 227, 310, kynnysen muuttaminen 228, poikkeuslupa 246, velvollisuus 261, 372, 114av225, Yhdysvalloissa 276, harkinta 262, viivytys 269 ss., kriteerit 303, 337, seikan 315, motiivit 327. *Ks.* myös Tiedottaminen; Tiedonantovelvollisuus

Julkisuus: tapa varmistaa tehokkuus 82, merkityksen kasvu 140, viranomaisasiakirjojen 261, ja yhtiö 167av345

Juoru 115av229, 243av506

Jälkimarkkinat 13

Kahan, Marcel: tiedon hinnoittelusta 186, valheesta 232–234, vastuusta 241av502

Kaisanlahti, Timo: johdon toiminnasta 138av283, sijoitusten hajauttamisesta 313av640, johdon intressistä 327av677

Kartio, Leena: rehellisyydestä 171av352

Kaupankäynnin keskeyttäminen 50, 262, 267–268

Kauppiaallinen kehuminen 224

Kemira: rakennejärjestelyt 343

Kirjanpitolaki 195–196

Kleineman, Jan: massamediafaktorista 371av789

Kobbernagel, Jan: totuuskäsitteistä 220–221

Kohtuullinen aika 226, 276

Kohtuuttomuusharkinta 114av228

Kollektiivinen etu 117–118

Kone: tiedotuspolitiikan muutos 90–91, tiedon korjaaminen 282

Kontrollivastuu 270

KOP–SYP: fuusio 101

Kripke, Homer: 145, informaation sääntelystä 139

Kronman, Anthony: erehdyttävästä tiedosta 366, tiedon perillemenosta 223av475, väärästä tiedosta 254av534, erehdyksestä 260av549

Kultti, Klaus: peliteorioiden oikeudellisista sovelluksista 117

Kurenmaa, Tero: olennaisesta merkityksestä 192av385, sisäpiirintiedosta 257, 212av451, 215av456, 305av631, tiedon saatavillapidosta 217av459, tiedon kehittämisestä 259av544–545

Kurinpitolautakunta 61, 103, 104av197, 198, 150, 165, 209–210, 215, 230, päätösten julkisuus 247av523, 264, 37av80

Kurkela, Matti S. – Ståhlberg, Kaarina: due diligencesta 358av758

Kuusi, Osmo: tiedon käsitteistä 63–64

Kuva: epätäydellinen 197, kokonais- 203, 321, 337, uskottavuus 203, täysi 278, virheellisen 305

Kågerman, Pontus: sallittu vs. kielletty toiminta 56

Laatuarviointi 191, 198 ss.

Lang, Mark – Lundholm, Russel: pääomamarkkinoiden transaktiohypoteesi 124

Langevoort, Donald C.: tulevaisuuden näkymistä 187av375

Lash, Scott: tiedon pirstaloitumisesta 75–76

Lehdistötiedote status 88–92, 306

Leo Longlife: tulosvaroitukset 198–200

Lewitt, Arthur: tiedonantovelvollisuus tasapainona 110

Liikesalaisuus 77, 184, 189, 222, 249, 255, 307, 364, ja perusoikeuslottuvuus 372, julkistamatta jättäminen 351 ss., ja due diligence 360

Liiketoiminta: dynaamisuus 69, ymmärrettävyys 74, kuvaaminen 227

Liikkeeseenlaskija käsitteenä 32, 82av158

Liioittelu 117, 130, 163, 219, 222, 224, 227, 264

Lindholm, Thomas – Hakoranta, Eeva: due diligencesta 358av757

Listalleotto: -direktiivi 64, -esite 191av382, 277av584, 309av638,

Listautuminen 121 ss., 191, 227, 296

Lojaliteetti: asteet 331, tiedonantovelvollisuuden komponenttina 323 ss., yhtiöoikeudessa 323, sopimusoikeudessa 324, 343, tunteminen väärää sidosryhmää kohtaan 253, hallituksen jäsenen 260, oikeus luottaa 296, eturistiriitojen tasaajana 326, suhde informaatioon 327, toisen aseman ymmärtämisestä 327, sosiaalipoliittinen -käsitte 328, anti tiedonantovelvollisuudelle 329, muuttuva intensiteetti 331 ss., markkinoita kohtaan 338, laatuleimana 362, velvollisuuden rikkomisen 332av690, periaatteen toteuttaminen 348av737

Lukoil: 83–84

Luontaishoito-tapaus 364–365

Luotettavuus 213, tarkistaminen 266–267

Luottamuksellinen tieto 188–189, 211–212, 230

Luottamuksensuojaperiaate 341, 348, 365

Luottamus: 214, -pääoma 128, johdon ja osakkeenomistajien välillä 198, uskottavuuden perustana 203, -asema 320, määriteltynä

- 321, -presumtiona 322. *Ks.* Markkinaluottamus
- Länsineva, Pekka: oikeushenkilön suojasta 383, perusoikeuspunninnasta 385
- Löytötavaran kavallus 153
- Mainonta 127–128, 226, 354
- Majala, Reino: true and fair view -käsitteestä 195
- Manipulaatio 83, 132, tavoitteista 133av272, 152, 214
- Manne, Henry G.: sisäpiirisääntelystä 140av286
- Manninen, Sami: sananvapaudesta 375av802–3
- Markkinaluottamus 21av46, 29av64, 119 ss., 133, 163, 173, 214, 217, 230, 275, 288, 379, 385–386, käsitteenä 12, 29, käsitteen diffuusius 55–56, sääntely 71, Ruotsissa 201, ja tiedon asymmetria 223, ja tiedon riittävyys 249, ja sisäpiirinkauppa 257, lisääminen 331, yhteisvastuullisuus 340, ja sananvapaus 376
- Markkinaosapuolet: 5, 117, 363, roolit 12, ja itsesääntely 23, 33, 37 ss. 51 ss., 62, 70, 115, 303, 393; keskinäinen riippuvuus 109 ss., 166av344, 172, riskipositiot 153, 355, 366, tasapaino 163, roolin mukainen toiminta 169, 351, rooli informaation suodattamisessa 174, olennaisen tiedon erottamisen 231, luottamuksen lisääminen 331
- Markkinat: käsitteenä 25–27; ja puolueettomuus 4; ja tehokkuus 4, 8, 113av224, 200av416, ja kilpailu 5, ja sääntely 5, anonymi luonne 143, -odotukset 252, tiedonjano 273, markkinavaikutus 308
- Markkinatieto, markkinainformaatio: 114, 146 ss., 366 ss., oikeudellinen merkitys 146 ss., käsitteenä 30, suhde analyyseihin 155, perustellun odotuksen edellytyksenä 305 ss., ja media 367, piirre 166av344
- Media: käsitteenä 30, toiminta poolin tapaan 118, markkinaosapuolena 156, 162 ss., vaikutus markkinaluottamukseen 157, 163, tiedon välittäjänä 157 ss., 164, 371av789, 379av826, 394av872, hyötyminen yhtiöiden kustannuksella 158, kärjistäjänä 162, ja viranomaisvalvonta 166, mahdollisuus hyötyä tiedosta 167, referointi 161av334, virheelliset ja väärät tiedot 244, 363 ss., vastuu 115av230, 156av324, 163av336, 364 ss., 385av854, 390–392, tietojen tarkistaminen 369, lähdesuoja sisäisen informaatiovarallisuuden suojana 369, itsesääntely 369, noteeratun mediayrityksen jääviys 370, perusoikeusjärjestelmässä 374, ammattimaisuus 383, normiadressaattina 383–384, jäljitelijänä 118av240, puolijulkinen tehtävä 381av839, uskottavuuden lasku 391av863
- Mediantieto 114, 156 ss., 368, käsitteenä 30, yhteys yhtiöntietoon 97
- Milgrom, Paul R.: hyvistä ja huonoista uutisista 126
- Mill, John Stuart: mielipiteen ilmaisemisen vapaudesta 160av330
- Mosaiikkimaisuus 215, ominaisuutena 130, 288, 352 ss., sitovuuselementteinä 221
- Muukkonen, P.J.: lojaliteettivelvollisuudesta 324–325, toisen edun valvomisesta 337
- Mähönen, Jukka: lojaalisuusvelvollisuudesta 324, vertailtavuuden edellytyksistä 196av410
- Mäkinen, Lassi: oikean ja riittävän kuvan ensisijaisuudesta 197
- Määttä, Seppo: oikeista ja riittävistä tiedoista 197av413
- Määttä, Tapio: omistusoikeuden rajoista 376
- Niiniluoto, Ilkka: totuuskäsitteistä 162
- Noe, Christopher F.: osakekompensatiohypoteesi 124
- Nokia: väite valmistusvioleta 131, median julkistaman väärän tiedon oikaisu 244, kehityksestä tiedottaminen 273
- Nokian Renkaat: 83–84
- North, Douglas C.: lainsäädännön merkityksestä 347
- Norvestia: veloitukset yhtiöltä 229–230
- Nostokonepalvelu-tapaus 158–159
- Nuotio, Kimmo: oikeuden ankkuroidumisesta 139
- Oikaisu. *Ks.* Tieto: korjaaminen
- Oikaisuoikeus 160, edellytys 244av507
- Oikea kuva 74, 197av413, 278
- Oikeudenkäyntikulujen hypoteesi 125
- Oikeusperiaate 10, 70, tehtävät 17, tulkinnan ongelmat 17, ristiriidoista 22
- Olennaisuus: tiedon 58, 85, 87, 190 ss., 201av420, 204av428, 225, 263, tulkinta 89 ss., 192, suhde salkun hajauttamiseen 145,

Olennaisuus (jatk.): 177 ss., 314av641, tilinpäästöteoriassa 201, Yhdysvalloissa 201, Ruotsissa 201, englantilaisessa oikeudessa 201–202, relaationa 204, arvioinnin vaiheet 204 ss., muuttuminen 206, kehittyminen 259av544–545, vaikuttamisominaisuutena 207 ss., yhteys osakkeen arvoon 207 ss., vaikeneminen 219, yhtiön sisä- vs. ulkopuolella 258, ulottuvuutena 190 ss., ulottuvuuden merkityksen heikentyminen 288

OM HEX: 61

Omaisuuksensuoja 351 ss., 372 ss., 376 ss.

Opportunismi 77–78, 87, 122, 138, 168–170, 221, 228, 249, 299, 345, 77av146, käsitteenä 28, julkistamisessa 167, konfliktiherkyyden lisääntyminen 340, tiedon eriyttämisessä 316, omistajan 346, vähentäminen 389, oikeustaloustieteessä 28av63

Osake: perusteltu arvio 8, 136, 138, hinnoittelu 166, arvo vs. hinta 208–210, 211av447

Osakekompensatiohypoteesi 124

Osakeyhtiölaki: 8 luvun 6§ 359

Osakkeenomistaja: käsitteestä 14av38. Ks. Sijoittaja

Osakkeenomistajasukupolvet 240, 344, 345av723

Osavuositarkastus: tieto 192av385, 216, 265, 284, 303, aikaistaminen 271

Outokumpu: Avesta–Polarit -tapaus 66–69, vrt. myös Kone–Valtra -tapaukseen 282

Paine, Robert: juurusta 115av229, 243av506

Paralleelisuus 111, 354

Passiivinen tiedonmuodostus 79, 92 ss., 105, 338 ss., käsitteenä 31, tilanteet 96 ss., hyödynnettävyys 102, ja yhtiön rakenteet 346, rajanvedon vaikeudesta 339

Passiviteetti, passiivisuus 75, 248, 249, vastuu 97, signaalina 98, väärän tiedon syntymisen salliminen 229

Peli 117, 188, 249

Perusoikeus 372 ss., rajoittamisen yleiset vaatimukset 377 ss., rajoituksen hyväksyttävyyssperuste 383, vapausoikeuksina 374, ydinalueen koskemattomuudesta 380

Perusteltu arvio 64

Perusteltu odotus 91, 225, 256, 284–285, 293 ss., 298, 300, 354, markkinatieto edellytyk-

senä 305, suojaaminen 109av203

Pistekäsitys 80, 125 ss., 133, 138, 145, 172, 299, 313, 338, 362, käsitteenä 31, 75, tunnusmerkit 86–87, ja ammattimainen sijoittaja 143, ja markkinaluottamus 146

Plain English -sääntö 136–137

Pohjola: 100, 163

Poikkeuslupa: julkistamisesta 41, 50, 68av138, 246

Ponsse: osavuositarkastuksen julkistamisajan kohta 271

Posner, Richard: valheen kustannusvaikutuksista 235, lojaliteettivelvollisuudesta 326, informaation ja takuun rinnastamisesta 360, vahingonkorvauksen syy-yhteydestä 335av694

Prevention of Fraud Act 63–64

Prosessi: käsitteenä 31–32

Prosessikäsitys 31, 75, 92 ss., 138, 217, 223, 278, 285, 298, 338 ss., 340av707, 362, tiedon kehittyminen 258, 259av544, 316

Päämies-agentti -teoria 326

Pääomamarkkinoiden transaktiohypoteesi 124

Päätös julkistamiskriteerinä 266

Päätösraportointi 136 ss.

Pörssi: säännöt 42, 152, 180, 214av455, tavoitte 6, julkistettavat tiedot 15, yhtiöpalvelut 61, tiedonvälityskanavana 87, 147–148, valvojana 174av360, 247av523, 307, 362, sopimus yhtiön kanssa 348av737. Ks. myös Kurinpitolautakunta; Sisäpiiri;

Pörssitiedote 86–92, 250, 273, 305, määrä 11av29, 154; jalostusarvo 74, häiriöiden toleranssi 80, päättely 96, suhteuttaminen vastaanottoon 111, laadullinen sisältö 200, moniselitteisyys 227, listautuvien yhtiöiden 227, valmistautuminen 272, markkinatiedon perusteella 306 ss., vastuu hallituksella 318, 345

Pöyhönen, Juha: riskipositiosta 97, vastuukriteerin tunnusmerkistöistä 221, perusoikeusjärjestelmästä 374, toimivat markkinat perusoikeutena 380, kolmannen käsitteestä 163av336

QPR Software: tulosvaroitus 230

Raakainformaatio 130av264, 137, 140

Rahoitustarkastus 46–50, 57–61, 142 ss., ja

- yhtiön hallinto 189av378, 260, kannanotto K/42/2002/PMO 41av94, 47, 75av143, 142av291, 246, 257av539, 260av550, 262av556–557, 271av571, poikkeus julkistamisesta 41, 246
- Raisio Yhtymä: tiedotusjärjestelmien ajantasaisuus 181–182, huhut 250, tulosvaroituksen antaminen 251–252
- Rajoitettu tiedotusvapaus 135
- Ramonet, Ignacio: tiedotusvälineistä jäljittelijöinä 118av240, tiedon hallittavuudesta 160av330, uutisen arvosta 161av332, median uskottavuuden laskusta 391av863
- Rapakko, Timo: tiedon olennaisuudesta 192av387
- Rationaali-: 117, 138, 174, 328, 351, sijoituksen hajauttamisessa 345, sopimustoiminnassa 300
- Rautio, Ilkka: sisäpiirintiedosta 259av546
- Referenssipisteet 74
- Regulation Fair Disclosure (Reg FD) 92, 216
- Rehellisyys: merkitys 171av352, 220, kustannuksista 331
- Riihimäen Lasi: osakekauppa 319, 353
- Riistama, Veijo: oikeista ja riittävistä tiedoista 195–197
- Rike, rikkomus, rikos 214, 231, suojan saanti 339, tutkinnasta 392av868
- Rikoslaki: 51 luvun 5§ 177, 219
- Riski 97, 137, 170, hajauttaminen 313, perheyriyksissä 100, mainitsematta jättäminen 103 ss., tiedotus- 133, 185, 206av431, tiedon niukkuudesta 144, ja hajautettu salkku 145, riskipositio 153, 355, ei yksin sijoittajalla 249, riskinotto mediassa 167, kohdentuminen 189, 363, riskinotto 268, eri toimialoilla 301, 355, puutteellisesta tiedosta 135av279, 360, ryhmittelystä 84av164, ja vastuu 335av694, eliminoinnista 336av698, minimoinnista 341av711
- Rudanko, Matti: sopimuksenukkoisesta vastuusta 144av299, osapuolisuuhteista 173, spekulatiivisista oikeussuhteista 300, siviilioikeudellisten keinojen mahdollisuuksista 340, produktiivisesta ja redistributiivisesta informaatiosta 356 ss., informaation käytön sääntelystä 372, odotusten suojaamisesta 109av203, tiedonantovelvollisuuden perustasta 296av606, tiedonantossään-
- telystä 302av622, riskistä 335av694
- Ruoho, Kati: yhtiön tiedonantopolitiikasta 302av621
- Ryhdyttävä tarvittaviin toimenpiteisiin* 266
- Saarenpää, Ahti: tietohuollosta 130av264, verkkoyhteiskunnasta 147av306
- Saarnio, Antti – Puttonen, Vesa – Eronen, Anne: yhtiön markkina-arvosta 114av227
- Saatuaan asiasta tiedon* 262–263, 286
- Safe harbor -lauseke 227
- Salailu 222
- Samuelsson, Per: 145, informaatiosta 63, yksittäisistä tiedoista 65, informaatioympäristöstä 109–110, yksityissijoittajien tiedontarpeesta 139, median roolista 160, velvollisuudesta korjata tieto 149av311, 245, tiedonantovelvollisuuden ajankohtaistumisesta 256, informaatoriskistä 314, 341av711, luottamuksesta 321, sananvapauden suojasta 383, säännöistä 177av362, listallottoesitteestä 191av382, korvausperusteesta 209av439, 219av465, vaikenemisesta 219av465, oikaisusta 248av526, harhaanjohtavuudesta 282av594, sijoittajien tasavertaisuudesta 314av641
- Sananvapaus: syistä 160av330, 374 ss., vs. omistusoikeus 23, rajoittamismahdollisuuksista 373, 376 ss., perustuslainsuojasta 380, ja Euroopan ihmisoikeussopimus 378, ydin- vs. reuna-alue 380–383, tarkoituksista 374av798, 382, vs. julkinen intressi 385, hyötyminen 391, oikeus suojautua negatiivisilta vaikutuksilta 391
- Sandeberg, Catarina af: tietoon liittyvästä riskistä 135av279, vahingon korvaamisesta 371av789
- Sanktiot 37av80
- Santasalo-JOT: tiedon julkistamatta jättäminen 149–150, tiedottamisen ajallinen ulottuvuus 274
- Saraviita, Ilkka: sananvapauden ydinalueesta 380av836
- Schadewitz, Hannu: vapaaehtoisesta raportoinnista 102, osavuositarkastuksista 114av226, 144av298
- Schroeder, Jeanne L.: strategisesta käyttäytymisestä 117
- SEC 201av421

Seikka: riippuvuus syy- ja ajallisista yhteyksistä 281 ss., yksittäinen 315 ss. *Ks.* Tieto
 Selkokieli 80, 105
 Selonottovelvoite 144, 337, johdon 265
 Sidosinformaatio 78, 389, käsitteenä 30
 Signaalointi 228, 232, 250
 Sijoittaja: 293 ss., käsitteestä 14av38, halukuus sijoittaa 13, perusteet sijoittaa 14–15, 141av288, 314av644, 345av723, tiedonsaanti/tarve 79–80, 139, 229, 273, 342, 343av720, mahdollisuus arvioida osaketta 130, tiedon tulkinta 200av416, 282av594, ensisijaisuus 145, tasavertaisuus 136av280, 236, 314av641, 344av721–722, 346av727, oikeus 285, 296, 371av789, 378, kokemukset 300, ja lojaliteetti 341, riskiposition katminen 355, tuottovaatimus 367, harhaanjohtuminen 255av536, sijoitusten hajauttaminen 314av643. *Ks.* myös Perusteltu odotus
 Sijoittajansuoja 7, 38, 64, 77, 91, 106, 141, 218, 268, 351, kehittymättömyys 25av50
 Sijoittajantieto 136 ss., käsitteenä 30, ero markkinatietoon 148
 Sijoitustarina 121, 129 ss., 182
 Sillanpää, Matti J.: julkistamistavasta 161av333, arvopaperinvälittäjästä 260av551
 Sisäpiiri, sisäpiirintieto, sisäpiirinkauppa: 121, 133, 140, 149av312, 153av316, 164, 256, 258av542, 259, 269, 270av567, 283, 302av621, 315av647, 318, 320, 353, 373, osavuositarkastus 192av385, ja due diligence 358av758, median 369av780
 Skinner, Douglas J.: oikeudenkäyntikulujen hypoteesi 125
 Smith, Gabriel: olennaisuuden arvioinnista 204av428
 Sonera: teletunniste-tapaus 89, 306, Ipse-tiedottaminen 98, 164–165, markkina-analyysi 155–156, Aerial-tiedottaminen 165–166, kantelu UMTS-utisoinnista 168, huhut 248
 Sopimus oikeus: verrattuna ensimarkkinoihin 14, prosessikäsitys 22, 94 ss.
 Spekulatiivinen toiminta 300
 Steinberg, Marc I.: varoitusopista 104, regulation FD:stä 216, välittömän julkistamisen efektistä 276,
 Strateginen: käyttäytyminen 117, 132, 224, 232 ss., viestintä 29, 132

STT: 148, 157av327, 164av341
 Sunstein, Cass R. – Kahneman, Daniel – Schkade, David – Ritov, Ilana: ajattelun kategoriasidonnaisuudesta 339av705
 Suomen IR–Yhdistys ry. periaatteet 54–55
 Suomen Sijoitusanalytiikat ry. eettiset säännöt 53–54
 Suomi-yhtiö: 100
 Systeemi arviointi 191 ss.
 Syyllisyys: moitittavuutena 85av165, periaatteena 218
 Sääntely 5, 70–71, 303, avoimuus 345av726, informaation käytön 372, itsesääntely vs. pakottava 23, tehokkuus 57, 174av360, 363, puitelainomaisuudesta 58, normiston päällekkäisyys 58, ongelmia 55–71, kolme edellytystä 174, ja tiedon asymmetria 223, kategoriasidonnaisuus 339, kehittäminen 392 ss., puutteista hyötyminen 347av736
 Tahallisuus 177, 229
 Talentum: sisäpiirinkauppa 315
 Tarkistettava tiedon luotettavuutta 266–267
 Tasapainotila: käsitteenä 28av60; markkina luottamuksessa 29
 Taxell, Lars Erik: lojaliteettivelvollisuudesta 324, lojaliteetin asteista 331–332, vastuun arvioinnista 207av433, 227av482, 273av576
 Talaranta, K.A.: hiljaisista tahdonilmaisista 95
 Tiedonanto käsitteenä 32–33
 Tiedonantovelvollisuus: tavoitteet 7–10, 38, 42 ss., 69, 194 ss., 249, 309, 360, 378, ulottuvuudet 179, 287, 389, edellytys ulottuvuus 180 ss., 287–288, olennaisuus ulottuvuus 190 ss., 288, huoltouloottuvuus 213 ss., 288, ajallinen ulottuvuus 255 ss., eristäminen 309, käsitteistä 24, tutkimuskohteena 12, sääntelyalueena 63, ensimarkkinoilla 14, tulkinta 20–21, 57, 87, 109, 138, diffuusi luonne 22, merkityksen murentuminen 77, alkaminen ja/tai päättyminen 86, 278, yhteys sopimus oikeuden passiviteettiin 95, positiivinen 217av458, motiivit 113, liikkeeseen laskussa 142, vastuuperusteet 177, tunnusmerkistöistä 177, 190, sanktioista 178, 340, ja sisäpiirinkaupat 270av567, nykykäsitteiden ongelma 229, poikkeuslupa 246, ajankohtaistumisesta

210av444, 256, kiertäminen 298, ja toimialat 301, sopimusoikeudessa 62av120, 302, 327av678, ja uhka 307, kokonaisuudesta 321, ja lojaliteetti 323 ss., 362, ankara 334 ss., asettaminen 352, laajentaminen 370, 389–390, vuoto 248av524. Ks. myös Julkistaminen

Tiedonmuodot 113, 152, 171

Tiedonsaanti 260

Tiedote. Ks. Pörssitiedote, Lehdistötiedote

Tiedottaja 129, 330

Tiedottaminen: valmisteluvaiheessa 40, osakassopimuksista, tuomioistuinpäätöksistä, liikekumppanin vaikeuksista, taloudellisista vaikeuksista 41, vapaaharkintaisuudesta 58, esisopimuksesta 60, seikasta vs. kehityksestä 64 ss., katkelmallisuus 75, suullinen vs. kirjallinen 80, kannusteet 122 ss., pörssi- vs. tuote- 128, laajuus 131, kustannukset 137, 274, 308, perusteltu arvio 150, kriisitilanteessa 167, 330, määrä 224, tavoitteiden rinnakkaisuus 227–228, oikeat mittasuhteet 231, valmistautuminen 266av559, 271–272, vaihtelu yhtiöittäin 273, etu- ja takapainoitteinen 279 ss., liika-305, häiriö- 307, oletettu markkinavaikutus 308, suunnittelun tärkeys 313, lainmukaisuus 315, vaihtoehdot 330, teho 338, vastuu 207av433, 251av530, 338, proaktiivinen 341, 348

Tiedottamisrikos 226

Tiedotuksen pistekäsitys. Ks. Pistekäsitys

Tiedotuksen prosessikäsitys. Ks. Prosessikäsitys

Tiedotuskäytävä 83, 184 ss., 288

Tiedotuslajit 78–79

Tiedotuspolitiikka 47, 75, 285, 302av621, trendinomainen 229, 301, muutos 88, 90, 305

Tiedotusriski 133, 135, 185, 280

Tieto: kaupankäynnin kohteena 4, ehostaminen 312, itseisarvo 313 ss., kustannukset 7, 363, oikea ja riittävä 8, 194 ss., 197av413, 305, prosessina 8, 58, tutkimusalueena 9, sisältövaatimukset 9, 220av470, tapahtumasarjana 10, haitallinen 40, epä/täydellisyys 42, 113, osakkeen arviointiperusteena 42, jalostusasteet 63, yksittäinen 64–65, 69, 339, korjaaminen 66, 149av311, 244,

245av511, 248av526, 282, pirstaloituminen 75–76, 313, referenssipisteet 74, oikeuden perustana 77–78, 255, luokittelu 77, kehittyminen 80, 83, 98, 112, 153, 223, 258, 259av545, tietoon tulemishetki 81, 261av552, dilutoituminen 81, kumuloituminen 81, pulverisoituminen 81, 340, julkisuus 82, olennaisuus 87 ss., 145, 190 ss., 201av420, 204 ss., oikeudellinen sitovuus 91, markkina- 305 ss., ajastaminen 105, kysynnän kasvattaminen 105, kielteiset tiedot 127, 188, 230, 284, 298, 299av611, ”tuotteistaminen” 129, 185, hinta 186, riittävyys 135, 141, 144, 249, ymmärrettävyys 137, laatu 266av560, 288, 362, laatu vs. määrä 138, 145, 303, säätely 138, toimiala-143, 188, 193, 277av584, 284–285, 307, saatavillapito 217av459, 336, suhde varallisuuteen 152, 297 ss., 351 ss., muuttuminen 59, 81, 105, 153, 259, 281, 283, 298, löytötavarana 153, omistaminen 153, imeytyminen 154, merkityksen jääminen avoimeksi 154, 283av595, erottaminen kontekstista 172, 313 ss., vs. kuva 194 ss., 278, vertailu 196av410, 211, 301av619, 308, mosaiikkimaisuus 130, 215, 288, 352, perustelujen tärkeys 216, kokonaisuus 216, hallinta 216–7, 223, 287, sitovuuselementeistä 221, 225, velvoittavuus 221, toistaminen 221, 277–278, yksityiskohtaisuus 221, hyödykemarkkinoilla 223, moniselitteisyys 224, velvollisuus päivittää 225, 298, poisjättäminen 229, väärä 172, 229, 242 ss., 254av534, 279, 363 ss., peittäminen 230, 248av526, arvo 231, 318, syntymisajankohta 255 ss., 351, luotettavuuden tarkistaminen 262, saaminen 263, ajankoh- taistuminen 265, vahvistuminen 277 ss., 351, heikkeneminen 277 ss., jatkuminen 277 ss., täydentäminen 130av266, 278–279, vähäinen 88av168, 283, vanhentuminen 283 ss. yksilöpääomana 283, rakenteellinen 283, saavutettuna etuna 297 ss., vapaaehtoinen 194, 298, merkityksen ennakointi 317, kytkeytyminen 318, luopuminen 331, perillemeno 223av475. Ks. myös Informaatio, Julkistaminen, Ysisäpiiri, Tiedottaminen, Tietovuoto, Yhtiöntieto

Tietoenator: yritysoistoista 154–155

- Tietovuoto 97, 167, 242 ss., 248av524, 370, vs. huhu 247
- Tiilikka, Päivi: sananvapauden merkityksen ylikorostamisesta 380, käyttötarkoituksista 374av798
- Tilinpäätös 194 ss., 197av413
- Timonen, Pekka: informaation asymmetriasta 27, 223, 302, informaation kulkujärjestyksestä 111, tasapainotilasta 28av60, oikeudenmukaisuudesta 293, osakkeenomistajien keskinäisistä ristiriidoista 342–343, sääntelystä 174av360, corporate governancesta 346av730
- Toimiminen kuin yksi 117–118, 384
- Toimittaja 111av213, 119av243, 156av324
- Toisintoimimismahdollisuus 85, 218
- Toiviainen, Heikki: päämies–agentti -teoriasta 326av674
- Tolonen, Juha: todellisuuden kuvaamisesta 197–198
- Totuudenmukaisuus, totuudellisuus 224, 363, 370, 378, vaatimus medialle 368
- Totuudenvastaisuus 96–97, 219 ss., 226av480, 364
- Totuus, tosiasia: arvo 161av332, objektiivinen vs. pragmaattinen 162, objektiivinen vs. subjektiivinen 220, vs. näkemys 220av470, 305
- Transparenttius 184, 187, epärealistisuus 273, 289
- True and fair view 195, 202
- Trueman, Brett: johdon signaalintihypoteesi 125
- Tulevaisuuden näkymät 57, 99, 104, 124, 182, 187av375, 227, 280, 282, 307, 344
- Tulkinta: tiedon 16, 89, 97, 282av594, 284, olennaisuuden 191 ss., 204av428
- Tulosvaroitukset 49, 151, 198–200, 218, 230, 251, peruste 252. Ks. myös Varauma
- Tunnusluvut 193, 277, 298, 304
- Tunnusmerkistö 18, 190, muuttuminen 152, objektiivinen ja subjektiivinen 221
- Tuominen, Pekka: yritysten avoimuuspolitiikasta 102av194
- Tuottamus 179, 274
- Törkeä huolimattomuus 177 ss., 219 ss., 229, 274
- Uskottavuus: perustuminen luottamukseen 203–204
- Vahinko 4, 21, 35, 38, 40, 51, 82, 84, 97, 105av202, 113, 115, 139, 152, 158, 161, 169, 189–190, 209av439, 201, 214, 221, 236av495, 238, 243, 254av534, 321, 334–5av694, 337av703, 341, 346, 356av752, 365, 379, 386, rajoittamisesta 218av461, korvaamisesta 371, -vastuu 10
- Vaikeneminen, vaitiolo: 96, 149av311, 219, 237, 334av693, vahingonkorvausvastuu 219av465
- Valhe 232 ss., hyväksyttävyyden kriteerit 238, kohderyhmäyleisöt 234, luonteen mukaan 234, kustannusvaikutuksista 235–236, yleinen 236, erityinen 236, vs. tietämättömyys 239, rooli- ja tilannesidonnaisuus 239, yhtiökokouksessa 240, valkoinen 236av494
- Valvonta 244, julkisuus 247av523, päällekkäisyys 60, päivittäinen 61, katvealueet 90, passiviteettitilanteessa 106, kustannukset 120, 363av767, puuttuminen mainontaan 226, vastuu 307, omistajavalvonta 345, corporate governance -mekanismi 346, -takuu 362, trendi 392–393, kurinpitomaksu 180av368
- Varallisuus: suhde tietoon 152, 313, 351 ss., 356 ss.
- Varauma, varoitus 102 ss. Ks. myös Tulosvaroitukset
- Vastavuoroisuus 344av720, 363
- Vastuu 10, 163av366, 179av365, 214, 218, 227av482, 241av502, 273av576, 298, 310, sopimuksenulkoinen 144av299, ajankohdistaistuminen 97, tiedon arvioinnista 207av433, 210–211, tiedon oikeellisuudesta 141av287, 307, pörssitiedotteesta 318, ulottuminen 338, ja lojaliteettivelvollisuus 340, analogiana mediaan 364, pulverisoituminen 318av652, ja riski 335av694, ja passiivinen tiedonmuodostus 339av706, johdon 345av726
- Viestintä: käsitteenä 32–33. Ks. Strateginen Viipymättä 276
- Viivytyks 50, esimerkki 40, 255, 269 ss., aiheellinen 261av557, 270
- Viranomaiskannanotot 46 ss.

Virhe: tiedon leviämisen estäminen 8, oikaiseminen 41, vanhentuminen 285

Vital-tapaus 209–210

Vuosikertomus 102av194, 195av401, 196

Vuoto. *Ks.* Tietovuoto

Weisbach, Michael S.: yhtiönvastuuhypoteesi 124

Wilhelmsson, Thomas: roolikäsitteestä 113, tiedotusvälineistä 384, lehdistön/median vastuusta 156av324, 380av831, 385av854, 390av862, median puolijulkisesta tehtävästä 381av839, yhteiskunnasta 393av871

Vähäinen vaikutus 41

Vähättely 219

Välitila 217, 268, 269 ss., 275

Välittömästi 269av564, 276

Väärä tieto. *Ks.* Tieto: väärä

Yhteiskunta 116 ss., 146, 214, 270av566, ja avoimuus 171, edusta 295, eriytyminen 393av871, kustannukset 137, 363, varojen allokatio 172, 366, 379, 390, ja prosessiajattelu 340, uhka 385, 392, ja kaupalliset intressit 164av342

Yhteiskuntatiede 18, 21

Yhtiö: käsitteenä 32, velvollisuus seurata mediaa 97, suhde muihin osapuoliin 112, eroavuus muista 144, 217, tunnettuus 144, tiedotusvastuun väistäminen 149, vertailukelpoisuus muihin 23, 182, 301av619, 308, mahdollisuus vaikuttaa uutisointiin 161, 367, vahingonkärsijänä 161, -etu 161, 240 ss., 344av722, julkisuus 167av345, keskustelut ulkopuolisten kanssa 166, riskinotto mediassa 167, strategia 183, tiedotuskäytävä

184 ss., -valmiudet 189av378, 190, vastuu 207av433, vahinko 244–245, yksilöllisyys 250, oikeus päättää tiedosta 259, kansainvälinen toiminta 299, markkina-arvo 114av227, pörssiin aikova 214av455, järjestelmänä 224av476

Yhtiöntieto, yhtiöinformaatio: 114, 130av264, 180av368, 221, 225, 279, oikeudellinen suoja 372, toimintatapa 273, käsitteenä 29–30, yhteys markkinatietoon 97, ennen ja jälkeen listautumisen 121 ss., perusominaisuudet 128 ss., koherenttisuus 129, hermeettisyys 130, mosaiikkimaisuus 130, 215, 288, 352, puolustaminen 131, arvojen luominen 132, suhde markkinatietoon 149, 151, koostuminen 215, oikeudellisen arvioinnin kohteena 259, ja takuuluonne 360 ss., vääristely julkisuudessa 363, ja sijoittaja 314av644

Yhtiönvastuuhypoteesi 124

Ying, Yeo Hwee: olennaisuuden arvioinnista 204 ss.

YIT: odotusten luominen 225

Yrityskauppa, yritysosto: 48, 59, 192, 215, 219, julkistaminen 246av516, 247av521, 259av545, -neuvottelut 257–258, tiedotusajankohta 265, due diligence -tarkastuksen julkistaminen 359

Yrityskuva 161, 226

Yrityssalaisuus. *Ks.* Liikesalaisuus

Ämmälä, Tuula: kontrollivastuusta 270av568, lojaliteetista 348av737

24-tunnin sääntö 271

Milloin pörssiyhtiö on täyttänyt arvopaperimarkkinalain mukaisen velvollisuutensa tiedottaa? Milloin sijoittaja voi perustellusti odottaa tietoja yhtiöltä? Miten tulisi oikeudellisesti arvioida johdon lausumaa valhetta ja markkinoilla kiertäviä huhuja? Kenelle johdon tulisi olla lojaali?

Poikkitieteellisessä väitöskirjassa avataan näkökulmia yhtiöiden tiedotuskriteereihin ja tehdään markkinasosiologiaa ja oikeustaloustiedettä soveltaen oikeudellisia johtopäätöksiä. Lain käsitteet tiedottamisen olennaisuudesta, ajankohtaisuudesta, harhaanjohtavuudesta ja totuudenvastaisuudesta saavat uusia merkityksiä.

Nykyistä lain tulkintaa kutsutaan teoksessa tiedotuksen pistekäsitykseksi, jota ei pidetä riittävänä, vaan päinvastoin uhkana sijoittajansuojalle. Tiedotuksen pistekäsityksen rinnalle tuodaan ratkaisuna tiedotuksen prosessikäsitys. Tällöin osakemarkkinoiden pirstaleista tietoa olisi tarkasteltava neljän ulottuvuuden kautta. Pörssiyhtiön tulisi täyttää tiedonantovelvollisuuden edellytys-, olennaisuus-, huolto- ja ajallinen ulottuvuus, jotta lain tarkoitus toteutuisi.

Kun pörssiyhtiötä koskevaa tietoa tarkastellaan näin, on kaikilla markkinaosapuolilla, myös medialla, osavastuunsa markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen säilyttämisestä. Kyse on viime kädessä kunkin yksittäisen osapuolen, yhtiön, sijoittajan, median ja koko yhteiskunnan hyvinvointia edistävästä informaatiovarallisuudesta, jota tulisi suojata.

Esimerkit pörssiyhtiöiden käyttäytymisen oikeudellisista ongelmista antavat hyödyllistä tietoa paitsi lakimiehille, pörssiyhtiön hallituksen jäsenille ja yhtiön ylimmälle johdolle, tiedottajille, toimittajille ja konsulteille myös sijoittajille ja muille pörssi-informaatiosta kiinnostuneille.

Valtiotieteen maisteri, oikeustieteestä väittelevä Sakari Huovinen on työskennellyt toimittajana, pörssiyhtiön viestintäjohtajana ja konsulttina. Huovisen laaja käytännön kokemus pörssiyhtiöiden tiedottamisen ongelmista perustuu toimintaan Suomen ensimmäisen sijoittajaviestinnän suunnittelutoimiston perustajana ja toimitusjohtajana.

