



TURUN KAUPPAKORKEAKOULU
Turku School of Economics

**ARVOPAPERIN LIIKKEESEENLASKIJAN
SÄÄNNÖLLINEN JA JATKUVA
TIEDONANTOVELVOLLISUUS**

Yritysjuridiikan pro gradu
-tutkielma

Laatija
Olli-Pekka Veranen 10266

Ohjaajat
OTT, KTM, VT
Matti J. Sillanpää
OTL, KTT
Tuija Viinikka

30.6.2008
Turku

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	4
1.1	Tutkimuksen tausta – arvopaperimarkkinat	4
1.2	Tutkielman tavoitteet ja rajausta	5
1.3	Tutkielman rakenne.....	6
2	TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN TAVOITE, TOTEUTUS JA SÄÄNTELYN LÄHTEET	8
2.1	Tiedonantovelvollisuuden täyttämisen edellytykset	8
2.2	Tiedonantovelvollisuuden sääntely	9
2.2.1	Euroopan unionin sääntely.....	10
2.2.2	Arvopaperimarkkinalain uudistukset.....	11
2.2.3	Rahoitustarkastuksen standardit.....	12
2.2.4	Arvopaperipörssin säännöt.....	13
2.2.5	Oikeuskäytäntö	14
3	SÄÄNNÖLLINEN TIEDONANTOVELVOLLISUUS	15
3.1	Sääntelyn ydinalueet	15
3.2	Osavuosikatsaus	16
3.2.1	Julkistamisvelvollisuus	16
3.2.2	Poikkeaminen osavuosikatsausten julkistamisesta	17
3.2.3	Osavuosikatsauksen sisältö ja laadinta	18
3.2.3.1	Taulukko-osa	19
3.2.3.2	Selostusosa	20
3.2.3.3	Pörssin vaatimukset osavuosikatsaukselle	21
3.2.3.4	Tietojen johdonmukaisuus ja konsernitiedot.....	21
3.2.4	Julkistamisaika.....	22
3.2.5	Johdon osavuotinen selvitys	23
3.2.6	Pidennetyn tilikauden osavuosikatsaus.....	24
3.3	Tilinpäätös ja toimintakertomus.....	24
3.3.1	Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistaminen	25
3.3.2	Tilintarkastuskertomus.....	26
3.3.3	Tilinpäätöstiedote.....	27
3.4	Muut säännöllisen tiedonantovelvollisuuden säännökset	29
3.4.1	Tietojen toimittaminen ja esilläpito	29
3.4.2	Yhtiökokous ja joukkovelkakirjanhaltijoiden kokous	31
3.4.3	Vuosikooste.....	32
3.4.4	Tiedottamisessa käytettävä kieli	33

3.4.5	Laintasoa alemmat säädökset.....	34
3.4.6	Poikkeusten myöntäminen	36
4	JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS	38
4.1	Tiedonantopolitiikka	38
4.2	Julkistettavat tiedot.....	39
4.2.1	Tiedon täsmällisyys	41
4.2.2	Tiedon olennaisuus	42
4.2.3	Entiset “muun tiedonantovelvollisuuden” säännöt listayhtiöille	44
4.2.3.1	Osakepääomaan ja äänivaltaan liittyvät toimenpiteet	45
4.2.3.2	Yhtiökokousasioita.....	46
4.2.3.3	Omien osakkeiden hankkiminen	47
4.2.3.4	Listayhtiön liputusvelvollisuus.....	48
4.2.3.5	Liiketoiminta, kumppanuusasiat ja yhtiömuoto	51
4.3	Tiedon julkistaminen.....	53
4.3.1	Julkistamisvelvollisuuden syntyminen – ”ilman aiheetonta viivytystä”	54
4.3.1.1	Menettelytavat tietojen julkistamisessa.....	57
4.3.1.2	Tasapuolinen julkistaminen.....	58
4.3.1.3	Julkistamisessa käytettävä kieli.....	59
4.3.2	Julkistamisen lykkäämisen edellytykset	60
4.3.2.1	Hyväksyttävä syy	60
4.3.2.2	Sijoittajien asema	61
4.3.2.3	Tiedon säilyttäminen luottamuksellisena	61
4.3.3	Tietojen saatavillapito yhtiön internetsivuilla.....	63
4.3.4	Julkisen kaupankäynnin järjestäjän tiedotevarasto	64
5	MERKITTÄVIÄ ERITYISKYSYMYKSIÄ.....	66
5.1	Tulevaisuudennäkymät	66
5.2	Tulosvaroitukset.....	70
5.3	Muita merkittäviä erityistapauksia.....	72
6	YHTEENVETO	74
	LÄHTEET	76

1 JOHDANTO

1.1 Tutkimuksen tausta – arvopaperimarkkinat

Arvopaperimarkkinat ohjaavat pääomavirtoja tarjoamalla mahdollisuuden niille toimijoille, joilla on ylimääräistä pääomaa, sijoittaa niiden yksityis- tai julkisoikeudellisten yhteisöjen liikkeelle laskemiin arvopapereihin, jotka pääomaa tarvitsevat. Ihannetilanteessa sijoitustoiminta johtaa pääomien allokoitumiseen kannattavaan ja hyvin hoidettuun toimintaan.^{1 2}

Arvopaperimarkkinalain (459/1989) (AML) alkuperäinen tarkoitus oli 1980-luvun lopussa luoda arvopaperimarkkinoiden tehokkaat toimintaedellytykset huomioon ottava perusnormisto. Arvopaperimarkkinat olivat alkaneet kasvaa ja yksityissijoittajien kiinnostus niitä kohtaan oli lisääntynyt. Kansantalouden suotuisan kehityksen katsottiin edellyttävän, että yrityksillä olisi myös jatkossa mahdollisuus hankkia edullista pääomaa niiden kilpailukykyä ja uusiutumista edistäviin investointeihin. Lain alkuperäiset tavoitteet ovat pysyneet koskemattomina sen tähänastisen elinkaaren ajan. Lakia ovat matkan varrella muokanneet tarpeet saattaa voimaan erinäisiä direktiivejä ja myöhemmin tarve muuttaa lakia aiempaa joustavammaksi. Muutostenkin yhteydessä tavoitteet suomalaisen arvopaperimarkkinan tahokkuudesta ja kansainvälisestä kilpailukykyvystä ovat kuitenkin perustellusti säilyneet.³

Suomen kansantaloutta palvelevan kansallisen lainsäädännön tavoitteet ovat tänä päivänä monelta osin nivoutuneet yhteen Euroopan unionin lainsäädännön tavoitteiden kanssa. Kansallisesti implementoidussa yhteisön avoimuusdirektiivissä todetaan tehokkaiden, avointen ja yhdentyneiden arvopaperimarkkinoiden edesauttavan todellisten yhtenäismarkkinoiden muodostumista Euroopan yhteisössä sekä edistävän kasvua ja työllisyyttä pääoman paremman kohdentamisen ja alentuneiden kulujen kautta. Täsmällisten, kattavien ja ajantasaisten tietojen julkistaminen arvopaperien liikkeeseenlaskijoista lisää sijoittajien kestävästä luottamuksesta näihin yrityksiin ja mahdollistaa perustellun arvion tekemisen niiden liiketoiminnan suorituskykyvystä ja

¹ Kurenmaa (2003), s. 15.

² Arvopaperimarkkinat katsotaan yleisesti yhdeksi rahoitusmarkkinoiden osa-alueeksi. Ks esim. Timonen (1997), s. 180.

varoista. Tämä parantaa sekä sijoittajansuojaa että markkinoiden tehokkuutta.⁴

1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaus

Tämän pro gradu -tutkielman tutkimusmetodi on lainopillinen. Lainopin ydinalueen on perinteisesti katsottu koostuvan oikeussäännösten systematisoinnista ja niiden sisällön selvittämisestä (tulkinnasta)⁵. Tutkielman aiheena oleva arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus saa sisältönsä voimassa olevista oikeussäännöistä ja niiden tulkinnasta, joten lainopillinen metodi on luonnollinen valinta tutkielmassa.

Tutkielman kohteena on julkiseen kaupankäyntiin arvopapereita liikkeeseen laskeneita koskeva tiedonantovelvollisuuden sääntely ja sen merkitys listayhtiöihin liittyen. Kyseinen sääntely keskittyy pitkälti AML:iin ja jaetaan kahteen pääalueeseen: säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Tutkielmassa tarkastellaan ja arvioidaan tämän sääntelyn merkitystä niin sijoittajan kuin listayhtiönkin näkökulmasta. Tällöin pohditaan, miten käytännössä voimassa olevat säännökset toteuttavat tiedonantovelvollisuuden tarkoituksen – sijoittajan tiedontarpeen tyydyttämisen. Ja mitä sen toteutuminen vaatii itse yhtiöiltä?

AML:n lisäksi keskeisessä asemassa lähdeaineistona ovat viime aikoina tehostunut viranomaisnorminanto (Rata) ja -valvonta (Rata ja Helsingin Pörssi) sekä oikeuskäytäntö, joka keskittyy alempien oikeusasteiden ratkaisuihin. Erityisesti tarkastellaan Euroopan unionin asettamia vaatimuksia kansalliselle rahoitusmarkkinoiden sääntelylle ja valvonnalle.

Lähinnä tutkimusekonomisista syistä tutkielmassa on tehty muun muassa seuraavia rajauksia. Ensinnäkin liikkeeseenlaskijaa listautumisvaiheessa koskeva esitesääntely on jätetty tarkastelun ulkopuolelle keskityttäessä jo listautuneisiin yhtiöihin. Tutkielmassa käsitellään myös omien osakkeiden hankintaan liittyvää liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta, mutta muiden osakkeenomistajien liputusvelvollisuus on rajattu käsittelyn ulkopuolelle. Tutkielman ajankohdan perusteella tarkastelun ulkopuolelle on jätetty myös 1.7.2008 voimaan tulevat pohjoismaisella tasolla integroidut Arvopaperipörssin säännöt. Myös oikeuskäytännön arvioinnin selkeyden

³ Karjalainen – Parkkonen (2005), s. 1-3.

⁴ Avoimuusdirektiivi (1) kohta, L390/38.

⁵ Aarnio (1978), s.52.

kannalta on tarkoituksenmukaisempaa perustaa tutkielma voimassa oleviin sääntöihin.

Tarkastelun ulkopuolelle jää niin ikään sisäpiirisääntelyn tarkempi esittäminen. Sen määritelmän yhteys julkistettaviin tietoihin on kuitenkin keskeinen elementti tutkielmassa. Edelleen tutkimusekonomisista syistä ei tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sisältöä esitetä, vaan käsittely on rajattu kyseisten tiedonantoinstrumenttien julkistamiseen liittyvään sääntelyyn. Myös tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta seuraavat sanktiot jäävät pääosin tutkielman ulkopuolelle.

1.3 Tutkielman rakenne

Ensimmäisessä luvussa esitetään tutkielman lähtökohdat ja sen aihealueen merkitys yhteiskunnassa. Lisäksi perustellaan tutkimusmetodin valinta, käydään läpi aihealueen rajaukset ja esitetään tutkielman rakenne.

Toisessa luvussa taustoitetaan tiedonantovelvollisuuden pää- ja välitavoitteita sekä luodaan pohja itse sääntelyn merkityksen arvioinnille selvittämällä sääntelyn lähteet ja niiden merkitys. Merkittävä osa kansallisista säännöksistä saa merkityksensä yhteisön direktiiveistä, joten tämän taustan keskeinen sääntely käydään myös läpi. Huomattava osa lakia alemmasta relevantista normistosta on suosituksen luonteista, kuten suurin osa Ratan standardeista, joten niiden sitovuuden selvittäminen on huomionarvoista.

Kolmannessa luvussa käsitellään säännöllistä tiedonantovelvollisuutta ja erityisesti sen viimeisimpiä uudistuksia. Käsittelyn kohteena on nimenomaan listayhtiön tilinpäätöksen ja osavuosikatsauksen julkistamiseen liittyvät erityisvaatimukset.

Neljännessä luvussa käsitellään tutkielman eniten tulkintaa sisältävä osuus, eli jatkuvan tiedonantovelvollisuuden arviointi. Kyseisen käsitteen alle kategorisoidun tiedottamisen lainmukaisuus on ollut myös jonkin verran arvioitavana oikeuskäytännössä ja siitä onkin haettu tukea sangen kapean ratkaisumäärän mahdollistamissa rajoissa. Useimmat kyseisistä tapauksista ovat Helsingin käräjä- ja hovioikeudesta, mutta alhaisesta prejudikaattiarvostaan huolimatta kuvaavat juuri keskeisten vaatimusten täyttymisrajoja ja antavat suuntaa listayhtiöiden etukäteiselle harkinnalle tiedottamisensa suhteen.

Viidennessä luvussa käsitellään niitä tiedottamiseen liittyviä erikoistapauksia, joita useimmiten käytännössä esiintyy. Tällaisia ovat muun muassa tulosodotusten

poikkeamat annetuista ennusteista ja merkittävät yritysjärjestelyt.

Kuudennessa luvussa tiivistetään systematisoitujen ja tulkittujen aihealueiden käsittelystä syntyneet johtopäätökset. Lisäksi luvussa arvioidaan alan tulevaisuuden kehityssuuntia.

2 TIEDONANTOVELVOLLISUUDEN TAVOITE, TOTEUTUS JA SÄÄNTELYN LÄHTEET

Listayhtiön tiedonantovelvollisuuden perimmäinen tavoite on se, että sijoittajalla on käytössään olennaiset ja riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi mahdollisesta sijoituskohteestaan, eli arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta.⁶

Yhdenmukaistamalla laajemmin kansallisia lainsäädäntöjä niiden vaatimusten osalta, jotka koskevat arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden velvollisuutta antaa säännöllisesti ja jatkuvasti tietoja, pitäisi päästä korkeatasoiseen sijoittajansuojaan myös koko Euroopan unionissa.⁷

2.1 Tiedonantovelvollisuuden täyttämisen edellytykset

Jotta sijoittajalla olisi käytössään tarvittavat tiedot sijoituspäätöksensä tekemiseen, olisi arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden varmistettava asianmukainen avoimuus sijoittajiin nähden säännöllisen ja jatkuvan tiedottamisen avulla. Samasta syystä osakkeenomistajien taikka luonnollisten henkilöiden tai oikeushenkilöiden, joilla on hallussaan äänioikeuksia tai rahoitusvälineitä, joista seuraa oikeus hankkia olemassa olevia äänioikeutettuja osakkeita, pitäisi myös tiedottaa arvopaperien liikkeeseenlaskijoille huomattavien yhtiöosuuksien hankkimisesta tai muista muutoksista, jotta liikkeeseenlaskija voi tiedottaa asiasta.⁸

Monella tapaa helpommin hahmotettava ja määriteltävä osa listayhtiön

⁶ Huovinen on luonnehtinut tiedonantovelvollisuuden tavoitetta viidellä alatavoitteella:

1. *Suojelulla* hän tarkoittaa tiedonsaannissa yhtiötä heikommassa asemassa olevan yksittäisen sijoittajan aseman turvaamisen lisäksi kaikkien markkinatoimijoiden tasapuolisen toimintaympäristön turvaamista.
2. *Tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoite*: Yhtiöiden pakollinen tiedottaminen johtaa väistämättä yksittäisen sijoittajan tiedonhankkimiskustannusten alentumiseen.
3. *Riittävien ja oikeiden tietojen tavoite*: Arvopaperimarkkinoiden ollessa luonnostaan korostuneen spekulatiiviset voidaan oikeanlaisella tiedottamisella ohjata sijoittajia tekemään oikeanlaisia sijoituksia omista näkökulmistaan.
4. *Virheellisten tietojen leviämisen tavoite*: Tiedonantovelvollisuudella on myös oikean tiedon tuottamiseen liittyen käänteinen tehtävä vähentää väärän tiedon leviämistä.
5. *Markkinoiden tehostamistavoite*: Tiedonantovelvollisuuden välillisenä tavoitteena voidaan pitää pyrkimystä vaikuttaa yhtiöiden sisäiseen toimintaan ja tätä kautta auttaa niitä kehittämään omia johtamiskäytäntöjään. Ks. Huovinen (2004), s. 7-8.

⁷ Avoimuusdirektiivi (5) kohta, L390/38.

⁸ Avoimuusdirektiivi (2) kohta, L390/38. Kyseistä osakkeenomistajan velvollisuutta kutsutaan liputusvelvollisuudeksi.

tiedottamisesta toteutuu annettaessa *säännöllisesti* tietoja yhtiöstä. Siinä hyödynnetään selkeästi nimettyjä ja yksityiskohtaisesti säänneltyjä tiedonantoinstrumentteja, kuten esimerkiksi tilinpäätöstä tai osavuotiskatsausta. Enemmän tulkintaa sisältävä puoli tiedonantovelvollisuudessa on se, jossa muista osakkeen arvoon olennaisesti vaikuttavista tiedoista kerrotaan *jatkuvasti* ja johdonmukaisuutta tavoitellen. Koska vaikutukset arvopaperin arvoon tiedetään vasta päätöksen tai asian tulta julki, yhtiön tulisi pyrkiä noudattamaan mahdollisimman avointa tiedottamispolitiikkaa.

Tiedottamisessa tulee tuoda esille tasapuolisesti sekä myönteiset että kielteiset seikat. Perustellusti voidaan sanoa, että kielteisistä asioista tiedottaminen on listayhtiön tiedotuspolitiikan koetinkivi. Myönteisistä asioista on aina helppo ja mukava kertoa, mutta kielteisiin asioisiin saattaa sisältyä epäonnistumisia, joista kertominen on aina vaikeaa.⁹

2.2 Tiedonantovelvollisuuden sääntely

Listayhtiöitä koskeva tiedonantovelvollisuussääntely koostuu monitasoisista säännöksistä. Euroopan talousalueella (ETA) listatut yhtiöt ovat sekä komission asetuksin toteutetun suoran Euroopan yhteisön (EY, Yhteisö) sääntelyn että direktiivien implementoinnin kautta voimaan tulleen kansallisen lainsäädännön kohteena. Kansallisella sääntelyllä voidaan lisäksi toteuttaa yhteisön vaatimuksia tiukempaa maakohtaista sääntelyä ja määrätä kokonaisuudessaan niistä lainsäädäntöalueista, joista ETA-sääntelyä ei ole olemassa.

Arvopaperimarkkinalaki asettaa julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijalle velvollisuuden julkistaa yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat päätökset ja muut seikat. Tiedot tulee julkistaa ilman aiheetonta viivytystä.

Julkistamisvelvollisuuden tavoitteena on turvata sijoittajille yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin. Annetun tiedon tulee olla luotettavaa, kattavaa, oikea-aikaista ja vertailukelpoista. Tavoitteena on, että sijoittajalla on käytettävissään olennaiset ja riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopaperista.

⁹ Ratan Markkinat-tiedote 4/2007, s.1.

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus muodostuu listautumisvaiheen listalleottoesitesääntelyn jälkeen säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Lisäksi yhtiön on julkistettava vuosittain kooste niistä tiedoista, jotka se on edellisenä tilikautena julkistanut arvopaperimarkkinoita koskevien säännösten perusteella.¹⁰

2.2.1 Euroopan unionin sääntely

Markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely on osa Euroopan unionin tavoitetta saavuttaa yhdentyneet rahoituspalvelumarkkinat vuoden 2005 loppuun mennessä. Tukholmassa maaliskuussa 2001 kokoontunut Eurooppa-neuvosto hyväksyi asiantuntijakomitean raportin Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelystä. Siinä ehdotettiin nelitasoista lähestymistapaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn: yleisperiaatteet (taso 1), täytäntöönpanotoimet (taso 2), sääntelyviranomaisten yhteistyö (taso 3) ja lainsäädännön soveltamisen valvonta (taso 4). Tason 1 tulisi rajoittaa laajoihin yleisperiaatteisiin ja taso 2 sisältää tekniset täytäntöönpanotoimenpiteet, jotka komissio laatii Euroopan arvopaperikomitean avustuksella.

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sääntelyn pohjana AML:ssa on *avoimuusdirektiivi*, eli säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annettu Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, jossa noudatetaan edellisessä kappaleessa esitettyä lähestymistapaa ja määritetään yleisperiaatteet julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta ja omistussuosuksien julkistamisesta.¹¹

Sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 28 päivänä tammikuuta 2003 annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2003/6/EY, (*markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi*), määritetään yleisperiaatteet markkinoiden väärinkäytön torjunnalle. Direktiivin implementointi toteutuu AML:ssa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sääntelyn pohjana.

Direktiivien yleiset lainsäädäntöohjeet tulevat merkityksellisiksi niiden kansallisiin

¹⁰ <<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/etusivu.htm>>, noudettu 7.4.2008.

¹¹ HE 174/2006, s. 6.

lakeihin implementoinnin kautta. Mikäli tällaisessa lainsäädäntötyössä lainsäätäjän tarkoitus jää lain esitöissä epäselväksi, voidaan tukea kansallisen säännöksen tulkintaan hakea myös itse direktiivistä.

2.2.2 Arvopaperimarkkinalain uudistukset

Kuten edellä on jo esitelty, keskeinen arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeva tiedonantovelvollisuuden sääntely keskittyy AML:iin. Koska arvopaperimarkkinat ovat luonteeltaan nopeasti kehittyvät ja aiheuttavat samalla myös lainsäädännön ajantasaiselle toteuttamiselle ajoittain koviakin paineita. Viimeaikaiset arvopaperimarkkinalain muutokset ovat tiedonantovelvollisuuden osalta keskittyneet yhteisön direktiivien implementoimiseen.

Lakimuutoksella 13.5.2005/297 pantiin täytäntöön Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) sekä muita jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta sivuavia direktiivejä.¹² Avoimuusdirektiivi taas implementoitiin lakimuutoksella 9.2.2007/152, jolla muutettiin säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ja osakkeenomistajan liputusvelvollisuuden sääntelyä. Lisäksi lakimuutoksella 12.6.2008/392 tarkistettiin säännöllistä tiedonantovelvollisuutta muun muassa velvoittamalla liikkeeseenlaskijat antamaan selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä.

Kuten edellä mainittujen säännösten uudistustahdista käy ilmi, tiedonantovelvollisuuden sääntely on käynyt läpi mittavia muutoksia lähimenneisyydessä. Lisäksi on huomioitava, että lain tasoa alempi sääntely yleensä seuraa lakien kehityksen perässä. Näin ollen voidaan todeta, että listayhtiöiden tiedottamisvelvollisuudet ovat muuttuneet ja tulevat muuttumaan sangen haastavalla nopeudella.

¹² Lisäksi lakimuutoksella 13.5.2007/297 implementoitiin komission markkinoiden väärinkäyttö - direktiivin nojalla antamat komission direktiivi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän johdosta, komission direktiivi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sijoitussuosituksen asianmukaisen esittämisen ja eturistiriitoja koskevien tietojen julkistamisen osalta ja komission direktiivi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta hyväksytyjen markkinakäytäntöjen, hyödykejohdannaisia koskevan sisäpiiritiedon määrittämisen, sisäpiiriluetelujen laatimisen, johtohenkilöiden arvopaperikaupoista ilmoittamisen ja epäilyttävistä arvopaperikaupoista ilmoittamisen osalta.

2.2.3 *Rahoitustarkastuksen standardit*

Sääntelytoiminta on valvontatoiminnan ohella toinen Ratan ydintoiminnoista. Se käsittää sekä Ratan itsenäisen norminannon että osallistumisen rahoitusmarkkinoiden lainsäädännön valmisteluun kotimaassa ja EU:ssa. Ratan sääntelytoimintaan kuuluvat myös lain soveltaminen ja muu ohjeistus, kuten lausuntojen ja kannanottojen antaminen.¹³

Rata korostaa omassa sääntelyssään sen ennakoivuutta, läpinäkyvyyttä ja johdonmukaisuutta. Erityistä huomiota norminannossa kiinnitetään sen selkeyteen sekä siihen, että linjaukset vastaavat kansainvälisen ja Yhteisön sääntelyn lähtökohtia. Ratan sääntely on näin ollen sidottu kiinteästi valvontaa ja sääntelyä koskeviin kansainvälisiin periaatteisiin.

Sääntelyn välineenä ja samalla valvonnan ohjaajana on määräyskokoelma¹⁴, joka on tälläkin hetkellä uudistuksen kohteena. Kyseisen uudistuksen yhteydessä siirrytään aihealueittaiseen sääntelyyn¹⁵. Aihealueittaisia määräysten ja ohjeiden kokonaisuuksia sanotaan standardeiksi.

Standardit sisältävät viidenlaisia termejä, joilla tunnistetaan kyseisen kohdan oikeudellinen merkitys:

- ”*normi*” on viittaus voimassa olevaan lain tai asetuksen säännökseen,
- ”*sitova*”-termillä viitataan Ratan määräyksenantovaltuutensa nojalla antamaan velvoittavaan määräykseen valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle.
- ”*Suositus*” tarkoittaa Ratan suositusluonteista toimintaohjetta valvottavalle tai muulle rahoitusmarkkinoilla toimivalle.
- ”*Soveltamisohjeella/-esimerkillä*” kuvataan normiin, sitovaan tai suositukseen liittyvää käytännön soveltamisohjetta tai -esimerkkiä.
- ”*Perustelu*” avaa sääntelyn ja säännösten tarkoitusta, tavoitteita ja taustaa.

Tärkeimmät Ratan standardit ovat myös sangen uusia: Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskeva standardi 5.1 on annettu 18.3.2008 ja jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ja osakkeenomistajan liputusvelvollisuutta koskeva standardi 5.2b:tä on kattavasti muutettu 8.1.2008. Kyseiset standardien uudistukset ovat

¹³ Ks. <<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Etusivu.htm>>.

¹⁴ Ks. <<http://www.rahoitustarkastus.fi/Fin/Saantely/Maarayskokoelma/etusivu.htm>>.

aihealueisiin liittyvään jaotteluun siirtymisen lisäksi johtuneet pitkälti myös avoimuusdirektiivin implementoinnista.

Näiden standardien sisältäessä lainsäädännön tulkintaa ja yksityiskohtaisempaa käytännönläheistä norminantoa ovat ne luonnollisesti olleet keskeisenä lähdemateriaalina tässä tutkielmassa.

2.2.4 Arvopaperipörssin säännöt

Julkinen kaupankäynninjärjestäjä Suomessa on käytännössä ainakin toistaiseksi OMX Nordic Exchange Helsinki Oy (Pörssi). Sen pörssilistoille listattujen yhtiöiden tulee noudattaa arvopaperipörssin sääntöjä (pörssin säännöt), jotka sisältävät muun muassa arvopapereita koskevat listausvaatimukset sekä liikkeeseenlaskijoiden tiedottamista koskevat säännöt. Kyseisten sääntöjen uusiminen oli käynnissä tämän tutkielman laatimisen aikana ja kyseiset 1.7.2008 voimaan tulevat uudet arvopaperipörssin säännöt sekä niiden ulkopuolelle eroitettut yhtenäiset tiedottamissäännöt ovat edellä esitetyn mukaisesti jätetty tämän tutkielman ulkopuolelle.

Kurinpitoasioita käsittelevät pörssissä sen hallituksen nimittämä kurinpitolautakunta sekä kurinpitomenettelystä vastuullinen henkilö, joka toimiikurinpitolautakunnan sihteerinä.¹⁶

Pörssin sääntöjen vähäisestä rikkomisesta kurinpitolautakunnan sihteeri voi antaa listayhtiölle muistutuksen¹⁷. Vakavammasta rikkeestä kurinpitolautakunta voi antaa yhtiölle varoituksen¹⁸ tai määrätä sille kurinpitomaksun¹⁹. Mikäli rikkomus on erityisen vakava, kurinpitolautakunta voi kurinpitomaksun määräämisen lisäksi esittää pörssille, että yhtiön arvopaperi poistetaan pörssilistalta²⁰.

¹⁵ Sääntely oli aikaisemmin jaoteltu erillisesti luottolaitostoiminnan ja pääomamarkkinoiden sääntelyyn.

¹⁶ Käsiteltävät asiat tulevat vireille kurinpitolautakunnassa sen sihteerin aloitteesta.

¹⁷ Ks. Pörssin säännöt kohta 4.2.6.

¹⁸ Ks. Pörssin säännöt kohta 4.2.4.

¹⁹ Pörssin säännöt kohta 4.2.3: ”Kurinpitolautakunta voi määrätä sääntöjä rikkoneen maksamaan pörssille kurinpitomaksun, jonka määrä on vähintään kymmenen tuhatta euroa (EUR 10,000) ja enintään viisisataa tuhatta euroa (EUR 500,000). Kurinpitomaksun suuruutta määrättäessä on otettava huomioon rikkomuksen vakavuus, osapuolen koko ja muut olosuhteet.”

²⁰ Ks. Pörssin säännöt kohta 4.2.5.

2.2.5 Oikeuskäytäntö

Tiedonantovelvollisuuden rikkomista koskeva oikeuskäytäntö on vielä sangen kapea. Yksittäisiin erityiskysymyksiin saadaan sen arvioinnista kuitenkin tukea. Tällaisia ovat lähinnä olleet jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvät alueet, kuten esimerkiksi tulosvaroitusten antamisvelvollisuuden ajankohdan määrittäminen.

Merkittävä osa tutkielmassa käytetyistä oikeustapauksista on Helsingin käräjä- tai hovioikeudesta. Niiden prejudikaattiarvo luonnollisesti korkeimman oikeuden ennakkotapauksia matalampi, mutta niiden tutkiminen tuottaa silti validia materiaalia tuomioistuinten arvioinneista ja niiden harkinnassaan huomioon ottamista näkökulmista ja niiden painotuksista.

Lisäksi rahoitustarkastuksella on mahdollisuus määrätä hallinnollisia seuraamuksia valvottavilleen²¹. Rata antoikin ensimmäisen julkisen varoituksen 3.3.2008. Hallinnollisten seuraamusten laajempaan käyttöön liittyy tiettyjä oikeusjärjestelmällemme arveluttavia piirteitä, joita käsittelemme viimeisessä kappaleessa.

²¹ Ks. Laki rahoitustarkastuksesta (2003/587), 4 luku.

3 SÄÄNNÖLLINEN TIEDONANTOVELVOLLISUUS

3.1 Sääntelyn ydinalueet

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus perustuu arvopaperimarkkinalakiin ja sen nojalla annettuun valtiovarainministeriön asetukseen, kirjanpitolautakunnan yleisohjeeseen, kutakin liikkeeseenlaskijaa koskeviin yhteisöoikeudellisiin säännöksiin, kirjapitolain-säädäntöön ja pääosin suosituksen tasoiseen rahoitustarkastuksen standardiin 5.1.

Lähtökohtaisesti Yhteisön avoimuusdirektiivin vaatimukset liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden lisäämisestä eivät edellyttäneet säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen luettavan kansallisen sääntelyn tiukentamista, sillä monelta osin se jo täytti direktiivin asettamat vaatimukset. Suomessa vaadittava tiedonantovelvollisuuden taso onkin ollut jopa tiukempaa kuin mitä EU-sääntely on edellyttänyt. Yhteisön avoimuusdirektiivin implementointi aiheutti kuitenkin joitakin muutoksia säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskeviin säännöksiin ja ne tulivat voimaan lakimuutoksella 9.2.2007/152. Arvioin erityisesti näitä muutoksia sekä lainsäätäjän perusteluita uusille säännöksille.

Ensimmäisessä kappaleessa tarkastelen osavuosikatsauksiin liittyviä säännöllisiä tiedonantovelvoitteita. Avoimuusdirektiivin täytäntöönpano edellytti etenkin voimassa olleen osavuosikatsauksia koskevan sääntelyn tarkentamista.

Toisessa kappaleessa tarkastelen tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamista koskevia säännöksiä. Niiden osalta lakimuutos oli pääosin tekninen, mutta uutta sääntelyäkin esiintyy.

Kolmas kappale on tarkoitettu esittelemään muut säännöllisen tiedonantovelvollisuuden osa-alueet. Tarkoituksena on, että se myös osoittaa eri liittymät osavuosikatsausten, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä muiden tiedonantojen välillä.

Kokonaisuuden hahmottamiseksi tulee muistaa, että arvopaperimarkkinalain listayhtiöitä koskeva tiedonantovelvollisuus käsittää säännöllisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi jatkuvan tiedonantovelvollisuuden, jota käsitellen tutkielman seuraavassa luvussa.

3.2 Osavuositarkastus

Arvopaperimarkkinalain osavuositarkastusta koskevat säännökset uudistettiin lakimuutoksella vastaamaan EY:n avoimuusdirektiiviä²² ja ne tulivat voimaan 9.2.2007. Hallituksen esityksen²³ mukaan avoimuusdirektiivi pannaan täytäntöön siten, että kaikkien julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden on laadittava osavuositarkastuksensa kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (erityisesti IAS 34 –standardia) noudattaen. Osavuositarkastuksen on sisällettävä lyhennetyt tilinpäätösasiakirjat, osavuotinen toimintakertomus ja liikkeeseenlaskijan vastuullisten henkilöiden antama vakuutus siitä, että lyhennetyt tilinpäätösasiakirjat on laadittu noudattaen säännöksiä.

Osavuositarkastuksen rakennetta ja sisältöä ei säännellä kirjanpitolaisissa²⁴ vaan se on jätetty kokonaan arvopaperimarkkinalainsäädännön varaan. Sääntelypohja on kuitenkin tilinpäätössäännöksissä.²⁵

3.2.1 Julkistamisvelvollisuus

AML 2:5:n mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on laadittava osavuositarkastus kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan. Velvollisuus osavuositarkastusten julkistamistiheydestä perustuu arvopaperin tyyppiin sekä sen sijoittumiseen pörssin listoilla. Jos kyseessä on oman pääomanehtoinen arvopaperi, kuten osake-, osuus- tai optio-oikeus, osavuositarkastus on laadittava neljännesvuosittain tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Sama säännös koskee myös oman ja vieraan pääomanehtoisien arvopaperien yhdistelmää, kuten velkakirjaa, johon liittyy optio-oikeuksia. Jos kyseessä on muu arvopaperi, kuten joukkovelkakirja tai warrantti, osavuositarkastus on laadittava kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta eli puolivuositarkastus.²⁶

²² Euroopan parlamentin ja neuvoston 15 päivänä joulukuuta 2004 antama direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta.

²³ HE 174/2006, s.24.

²⁴ Kirjanpitolaki (KPL) 1997/1336.

²⁵ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 105.

²⁶ HE 174/2006, s. 4.

AML 2:5.2:n mukaan velvollisuus laatia osavuositarkastus ei kuitenkaan koske Suomen valtiota, Suomen Pankkia, suomalaista kuntaa tai kuntayhtymää eikä muita valtioita, niiden keskuspankkeja tai alueellisia hallintoyksiköitä, eikä Euroopan keskuspankkia tai muita julkisyhteisöjä, joiden jäsenenä on vähintään yksi Euroopan talousalueeseen kuuluva valtio. Velvollisuus ei koske myöskään liikkeeseenlaskijaa, jonka arvopapereista julkisen kaupankäynnin kohteena on vain sellaisia muun kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, joiden yksikkökohtainen nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo on vähintään 50 000 euroa tai tätä liikkeeseenlaskupäivänä vastaava määrä muussa valuutassa.

AML 2:5.3:ssa on osavuositarkastuksia koskeva perussäännös, jonka mukaan osavuositarkastus on laadittava tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, jos kyseessä on osakkeiden tai niitä vastaavan arvopaperin liikkeeseenlaskija. Tämä neljännesvuosittaisiin osavuositarkastuksiin perustuva järjestelmä katsottiin selkeäksi ja osakesijoittajien riittävää tiedonsaantia varmistavaksi. Osakkeiden ja niitä vastaavien arvopapereiden osalta Suomessa on voimassa siis yhteisön oikeutta tiukempi sääntely, koska avoimuusdirektiivin 5 artiklan 1 kohta edellyttää, että osakkeiden ja joukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijoiden on julkistettava ainoastaan tilikauden ensimmäiset kuusi kuukautta kattava puolivuotiskatsaus.²⁷

3.2.2 Poikkeaminen osavuositarkastusten julkistamisesta

Vaikka neljännesvuosittaisen osavuositarkastusten julkistaminen on edelleen pääsääntö, niin AML 2:5.4:ssa annetaan mahdollisuus siitä poikkeamiselle. Sen mukaan liikkeeseenlaskija voi päättää, ettei se julkaise osavuositarkastusta tilikauden kolmelta eikä yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, jos se yhtiön koko, toimiala tai muu vastaava seikka huomioon ottaen on perusteltua. Hallituksen esityksessä²⁸ tarkennetaan, että edellytykset johdon osavuotisen selvityksen antamiselle asetetaan valtiovarainministeriön asetuksella siten, että tämä mahdollisuus olisi olemassa erityisesti pienillä yhtiöillä, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena. Valtiovarainministeriön asetuksella säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta²⁹

²⁷ HE 174/2006, s. 24.

²⁸ HE 174/2006, s. 24.

²⁹ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.

säädetään tarkemmin näistä liikkeeseenlaskijalle asetettavista edellytyksistä, joita ovat muun muassa yhtiön markkina-arvo tai toimialan luonne. Lisäksi huomioon otettaviksi seikkoja ovat substanssiarvon säännöllinen julkistaminen sekä osakkeiden julkinen kaupankäynti ainoastaan toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, muttei Suomessa.

Edellytysten lähtökohtana on sijoittajien riittävän tietojen saamisen turvaaminen sekä liikkeeseenlaskijoiden liiallisten kustannuksien välttäminen. Rakenteeltaan ja toiminnaltaan hyvin erilaisten yritysten resurssit tuottaa taloudellista informaatiota voivat vaihdella hyvinkin paljon. Lisäksi sijoittajien tiedontarve on riippuvainen yritysten erilaisista toimintaympäristöistä ja rakenteesta. Tällä perusteella voidaan aiheellisesti katsoa tarpeelliseksi mahdollisuus itsesääntelyyn, jolla pystytään muodostamaan eri listoja eri liikkeeseenlaskijoille ottamalla huomioon eri arvopaperien haltijoiden erilaiset tarpeet ja olosuhteet.³⁰

Mahdollisuus hyödyntää poikkeusta on käytössä Helsingin pörssin I- ja Pre-listojen yhtiöillä. Ne voivat julkistaa välikatsauksensa joko puoli-, kolmannes- tai neljännesvuosittain.³¹ Jättäessään osavuositarkastuksen julkistamatta on liikkeeseenlaskijan kuitenkin julkistettava tilikauden ensimmäisen ja toisen kuuden kuukauden aikana AML 2:5c:ssä tarkoitettu johdon osavuotinen selvitys.

Huomionarvoista on myös, että lakiuudistus poisti mahdollisuuden myöntää poikkeuksia osavuositarkastuksien tiedonantovelvollisuudesta muissa kaupankäynnin säännöissä. Päätöksenteko poikkeuksen käyttämisestä tilikauden kolmen ja yhdeksän ensimmäisen kuukauden osavuositarkastuksen julkistamisen osalta siirrettiin täysimääräisesti liikkeeseenlaskijalle, joka tekee päätöksensä edellä mainitun valtiovarainministeriön asetuksen perusteella.

3.2.3 Osavuositarkastuksen sisältö ja laadinta

AML 2:5a:n mukaan osavuositarkastuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta. Tällä tavoin osavuositarkastuksen laatiminen on sidottu tilinpäätössääntöihin, mikä vaikuttaa laadintaperiaatteisiin ja

³⁰ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 106.

³¹ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 106.

laatuvaatimuksiin.³²

Osavuositarkastus on laadittava noudattaen samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksessä. Osavuositarkastuksessa tulee olla selostusosa ja taulukko-osa. Tämä perustuu avoimuusdirektiivin 5 artiklan 2 kohtaan, jonka mukaan puolivuotiskatsauksen on sisällettävä lyhennetyt tilinpäätösasiakirjat ja osavuotinen toimintakertomus.

3.2.3.1 Taulukko-osa

AML 2:5a.2:ssa säädetään osavuositarkastuksen taulukko-osasta. Se on säädetty laadittavaksi kirjanpitolaissa tarkoitettuja osavuositarkastuksia koskevia kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen, eli IAS 34 -standardin mukaisesti.

IAS 34 -standardin mukaisen osavuositarkastuksen on sisällettävä vähintään seuraavat osat:

1. lyhennetty tase;
2. lyhennetty tuloslaskelma, jonka yhteydessä tulee lisäksi esittää sekä laimentamaton että laimennusvaikutuksella oikaistu osakekohtainen tulos;
3. lyhennetty oman pääoman muutoslaskelma;
4. lyhennetty rahavirtalaskelma;
5. tietyt tiedot, kuten tieto laatimisperiaatteista, selostus toiminnan kausiluontoisuudesta, poikkeuksellisten erien määrä ja luonne, maksetut osingot, yksityiskohtaista tietoa yhteisön rakenteessa tapahtuneiden muutosten vaikutuksista, kauden jälkeiset olennaiset tapahtumat sekä segmenttiraportointi.³³

Liikkeeseenlaskijoille annetaan lisäksi mahdollisuus laatia tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta taulukko-osa, jonka tietosisältö on suppeampi kuin edellä mainittu kansainvälinen tilinpäätösstandardi edellyttää. Tällöin liikkeeseenlaskijoilla on mahdollisuus poiketa tietyistä IAS 34 -standardin mukaisista liitetietovaatimuksista, mikä mahdollistaa jossain määrin kevyemmän julkistamisvelvollisuuden kolmen ja yhdeksän kuukauden osavuositarkastusten osalta.

Kyseisiä osavuositarkastuksia koskevan suppean taulukko-osan sisällöstä säädetään

³² Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 107. Laajasti laatimiseen liittyvää ohjeistusta löytyy myös Ratan standardi 5.1:stä.

³³ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 110.

tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella.³⁴

3.2.3.2 Selostusosa

Osavuositarkastuksen selostusosasta säädetään AML 2:5.3:ssa. Sen mukaan selostusosassa on annettava yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella. Selostusosassa on selostettava katsauskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan ja tulokseen. Vaikka kyseinen sanamuoto muotoiltiin lakiin avoimuusdirektiivin mukaiseksi, niin se ei sisällöltään muuttanut voimassa ollutta osavuositarkastusta koskevaa sääntelyä.

Säännöstö määrittelee ainoastaan osavuositarkastusten minimisisällön ja sen, missä muodossa tiedot tulee esittää. Liikkeeseenlaskijan tulisi huomioida lisäksi hyvän sijoittajainformaation tarpeet osavuositarkastuksen sisältöä laadittaessa.³⁵

Osavuositarkastuksen selostusosassa edellytetään avoimuusdirektiivin mukaisesti annettavaksi kuvaus liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan riskeistä ja epävarmuustekijöistä.³⁶ Lisäksi sen mukaan tulee arvioida liikkeeseenlaskijan liiketoiminnan todennäköistä kehitystä kuluvalla tilikaudella siinä määrin kuin tämä on mahdollista ja esittää selvitys arvion perusteena olevista seikoista. Selostusosan sisältövaatimukset vastaavat pääpiirteissään voimassa olevaa sääntelyä, mutta säännöksessä ei toisteta IAS 34 -standardissa esitettyjä vaatimuksia. Säännökseen on lisätty vaatimus siitä, että osavuositarkastuksessa tulee esittää tulevaisuuden arvion

³⁴ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 2 mom.: Arvopaperimarkkinalain 2:5 a §:n 2 momentissa tarkoitettu suppea taulukko-osa laaditaan noudattaen osavuositarkastuksia koskevia KPL:ssa (1336/1997) tarkoitettuja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja lukuunottamatta seuraavia liitetietojen esittämistä koskevia vaatimuksia:

1) vieraan ja oman pääoman ehtoisten arvopaperien liikkeeseenlaskut, takaisinmaksut ja takaisinmaksut (IAS 34.16 e); 2) maksetut osingot (IAS 34.16 f); 3) segmenttikohtaiset tiedot (IAS 34.16 g); 4) liiketoimintojen yhdistämisistä esitettävät tiedot, joiden esittämistä vaaditaan IFRS 3 liiketoimintojen yhdistäminen –kappaleissa 66–73 (IAS 34.16 i, viimeinen lause); 5) ehdollisten velkojen ja ehdollisten varojen muutokset (IAS 34.16 j); 6) aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden hankinnat ja vähennykset (IAS 34.17 d); 7) aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden hankkimista koskevat sitoumukset (IAS 34.17 e); 8) liiketoimet lähipiiriin kuuluvien kanssa (IAS 34.17 j). Liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava osavuositarkastuksessa, että se on laadittu noudattaen IFRS-standardien kirjaamis- ja arvostusperiaatteita, mutta sen laadinnassa ei ole noudatettu kaikkia IAS 34 -standardin vaatimuksia.

³⁵ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 108.

³⁶ Ks. AML 2:6.4.

perusteena olevat seikat.³⁷ Lisäksi hyvän sijoittajainformaation mukaisesti olisi syytä kiinnittää huomiota esimerkiksi ulkoisten markkinatekijöiden, yrityskauppojen vaikutuksien sekä toimialakohtaisten tietojen esittämiseen.³⁸ Viitteitä selostusosassa esitettäviin merkittäviin tapahtumiin ja liiketoimiin saadaan yhtiön katsauskauden aikana jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistamista tiedoista³⁹.

3.2.3.3 *Pörssin vaatimukset osavuositarkastukselle*

Pörssin sääntöjen⁴⁰ mukaan listayhtiön osavuositarkastuksessa on lisäksi esitettävä:

1. Tiedot osakekohtaisesta tuloksesta katsauskauden ja edellisen toimintavuoden vastaavan katsauskauden osalta.
2. Tiedot osakekohtaisesta omasta pääomasta katsauskauden lopussa edellisen toimintavuoden vastaavan katsauskauden lopun vertailutietoineen.
3. Rahavirtalaskelma tilikaudelta. Rahavirtalaskelmasta ilmenee liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirrat. Liiketoiminnan sekä investointien rahavirroista käy ilmi vähintään yhteismääränä saadut ja suoritettavat rahavirrat. Rahoituksen rahavirroista käy ilmi ainakin vieraan pääoman lisäys ja vähenys, maksetut osingot ja muut oman pääoman muutokset.

Pörssin sääntöjen velvoitteet luonnollisesti sitovat listayhtiöitä ja seuraamuksena niiden rikkomisesta listayhtiö voi joutua kurinpitolautakunnan kurinpitomenettelyn kohteeksi.⁴¹

3.2.3.4 *Tietojen johdonmukaisuus ja konsernitiedot*

AML 2:5a.5:n mukaan osavuositarkastuksessa esitettävien tietojen on oltava vertailukelpoisia edellisen tilikauden vastaavan katsauskauden tietoihin. Tähän sisältyy

³⁷ HE 174/2006, s. 25.

³⁸ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 109.

³⁹ Ratan standardi 5.1, s. 58.

⁴⁰ Pörssin säännöt, s. 30.

⁴¹ Kurinpitolautakunta voi määrätä sääntöjä rikkoneen maksamaan pörssille kurinpitomaksun, jonka määrä on vähintään kymmenen tuhatta euroa (EUR 10,000) ja enintään viisisataa tuhatta euroa (EUR 500,000). Kurinpitomaksun suuruutta määrättäessä on otettava huomioon rikkomuksen vakavuus, osapuolen koko ja muut olosuhteet. Ks. pörssin säännöt, kohta 4.2.3.

vaatimus tietojen esittämisestä johdonmukaisesti osavuositarkastuksissa.

Liikkeeseenlaskijan on AML 2:5a.6:n mukaan annettava osavuositarkastus konsernin tietoina, jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös⁴². Osavuositarkastus on annettava konsernin tietoina myös sellaisen tilikauden aikana, kun konsernisuhde syntyy. IAS 34 -standardin 14 kohdan mukaan osavuositarkastus on laadittava konsernitilillä, jos yrityksen viimeisimmässä vuositilinpäätöksessä esitettiin konsernitilinpäätös.⁴³

Jos liikkeeseenlaskijan tilintarkastaja on tarkastanut osavuositarkastuksen, tilintarkastajan on ilmoitettava lausunnossaan, missä laajuudessa tarkastus on suoritettu. Tilintarkastajan lausunto on liitettävä osavuositarkastukseen. Lakimuutoksessa 9.2.2007/152 lisättiin vanhaan AML 2:5a.7:iin vaatimus, että osavuositarkastuksessa on ilmoitettava, jos tilintarkastaja ei ole tarkastanut osavuositarkastusta.

3.2.4 *Julkistamisaika*

Osavuositarkastus on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Julkistamisajankohta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.⁴⁴ Ennen lakimuutosta liikkeeseenlaskijan tuli ilmoittaa osavuositarkastuksen julkistamisviikko, kun taas uuden lain mukaan julkistamisajankohta tulee ilmoittaa heti, kun siitä on päätetty. Sääntely on samansisältöinen kuin Arvopaperipörssin Pörssin säännöissä, joissa pörssiyhtiöiden edellytetään tiedottavan osavuositarkastusten julkistamispäivän.⁴⁵

⁴² Merkittävä ennakkotapaus liittyen konserttilinpäätöksessä annettaviin tietoihin oli Rata julkinen varoitus Cencorpille 3.3.2008. Siinä todettiin, että Cencorpin ”vuosien 2005 ja 2006 tilinpäätökset eivät antaneet oikeaa ja riittävää kuvaa yhtiön toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, sillä konsernitilinpäätöksiin sisältyi olennainen virhe. Yhtiön ei olisi tullut sisällyttää käyttämättömien verotuksellisten tappioiden perusteella laskennallista verosaamista vuosien 2005 ja 2006 konsernitilinpäätöksiin. Laskennallisen verosaamisen kirjaamisedellytykset eivät täytyneet, koska yhtiö oli lähimenneisyydessä tehnyt tappiota, ja yhtiöllä ei ollut esittää vuosien 2005 ja 2006 konsernitilinpäätöksissä IAS 12 Tuloverot –standardin mukaista muuta vakuuttavaa näyttöä verotettavan tulon kertymisestä tulevaisuudessa ja siten verosaamisen hyödynnettävyydestä. Virheen määrä oli olennainen, sillä laskennallinen verosaaminen, jonka kirjaamisedellytykset eivät täytyneet, oli 24 % konsernitilillä omasta pääomasta 31.12.2005 ja 51 % omasta pääomasta 31.12.2006. Yhtiö tiedotti päätöksestään oikaista vuoden 2007 konsernitilinpäätöksessään vuosien 2005 ja 2006 vertailutietoja laskennallisen verosaamisen osalta.” Tapauksessa oli lisäksi eri osin kyse jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta.

⁴³ HE 174/2006, s. 25.

⁴⁴ AML 2:5b.

⁴⁵ Arvopaperipörssin säännöt, s. 30.

3.2.5 Johdon osavuotinen selvitys

Avoimuusdirektiivin lähtökohtana on, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijat antavat tilikauden aikana puolivuotiskatsauksen lisäksi kaksi osavuotista johdon selvitystä⁴⁶. Kuten edellä on esitelty, AML:n pääsääntö on siis kuitenkin, että osavuosikatsaukset tulisi laatia tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Liikkeeseenlaskija voi AML 2:5.4:n mukaisesti päättää, ettei se julkaise osavuosikatsausta kolmelta ja yhdeksältä kuukaudelta. Jättäessään tällaisen osavuosikatsauksen julkistamatta on yhtiön kuitenkin julkistettava johdon osavuotinen selvitys.⁴⁷ Tällöin liikkeeseenlaskijan on ennen tilikauden alkamista julkistettava tieto siitä, että se ei julkaise osavuosikatsausta tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta sekä perusteet julkaisematta jättämiselle.

Avoimuusdirektiivin 6 artiklan 1 kohdan edellytetään mukaisesti, että johdon osavuotisessa selvityksessä on annettava yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella selvityksen julkistamisajankohtaan saakka. Lisäksi johdon osavuotisessa selvityksessä tulee selostaa katsauskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan. Tietojen numeerista esittämistä ei kuitenkaan edellytetä.⁴⁸

Avoimuusdirektiivin 6 artiklan 1 kohdan mukaisesti säädetään myös johdon osavuotisen selvityksen julkistamisesta. Selvitys edellytetään julkistettavaksi aikaisintaan kymmenen viikkoa asianomaisen puolivuotiskauden alkamisesta ja viimeistään kuusi viikkoa ennen tämän päättymistä. Liikkeeseenlaskijoiden tulee, vastaavasti kuin osavuosikatsausten osalta edellytetään, ilmoittaa johdon osavuotisen selvityksen julkistamisajankohta heti, kun siitä on päätetty.⁴⁹ Velvollisuus ilmoittaa julkistamisajankohta on laadittu johdonmukaiseksi osavuosikatsaukseen liittyvän julkistamisvelvollisuuden suhteen.

Jos yhtiön on laadittava konsernitilinpäätös, johdon osavuotinen selvitys on annettava konsernin tietoina vastaavasti kuin osavuosikatsaustenkin osalta⁵⁰. Lisäksi se on nimettävä johdon osavuotiseksi selvitykseksi. Tällä varmistetaan, että johdon

⁴⁶ Ks. avoimuusdirektiivin 5 artikla.

⁴⁷ Ks. AML 2:5c.

⁴⁸ HE 174/2006, s. 25.

⁴⁹ Ks. AML 2:5c.3 ja HE 174/2006, s. 26.

⁵⁰ AML 2:5c.4.

osavuotiset selvitykset erottuvat tarpeeksi liikkeeseenlaskijan muista tiedotteista sekä osavuosikatsauksista, joita toiset liikkeeseenlaskijat julkistavat.⁵¹ Tiedotteiden selkeää nimeämistä koskeva toimintatapasuositus on kautta linjan vastaavanlainen ja käytännössä tarkasti noudatettu.

3.2.6 *Pidennetyn tilikauden osavuosikatsaus*

Jos liikkeeseenlaskijan tilikautta on pidennetty, liikkeeseenlaskijan on lisäksi laadittava tilikauden 12 ensimmäiseltä kuukaudelta osavuosikatsaus, joka vastaa AML 2:5a:ssä tarkoitettua kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta laadittavaa osavuosikatsausta. Näin sijoittajat saavat johdonmukaisesti informaatiota, joka löytyisi tilinpäätöksestä siinä tilanteessa, että tilikausi olisi normaalin pituinen.

Jos tilikautta on pidennetty yli 15 kuukauden, tilikauden 15 ensimmäiseltä kuukaudelta on laadittava osavuosikatsaus, joka vastaa kolmelta ensimmäiseltä kuukaudelta laadittavaa osavuosikatsausta. Myös tässä kohtaa lainsäätäjän tarkoituksena on ollut varmistaa johdonmukainen tiedottaminen, koska säännöksellä varmistetaan ensimmäisen kolmen kuukauden osavuosikatsauksen julkistaminen. Osavuosikatsauksia on vaadittu jo käytännössä pidennetyiltä tilikausilta, joten kyseisellä lisäyksellä on tarkoitus selventää nykytilaa ja tehdä tarkennuksia osavuosikatsauksen sisältövaatimukseen⁵².

3.3 Tilinpäätös ja toimintakertomus

Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 2:6:ssä. Tilinpäätöstä ja toimintakertomusta koskevat pääsäännöt on annettu muualla kuin AML:ssa, kuten kirjanpito- ja asianomaisessa yhteisöainsäädännössä, toisin kuin osavuosikatsauksen osalta. Tämän tutkielman näkökulman ollessa AML-lähtöinen, on tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sisällön käsittely rajattu pääosin tarkastelun ulkopuolelle.

⁵¹ HE 174/2006, s. 26.

⁵² HE 174/2006, s. 27.

Listayhtiön on lisäksi otettava huomioon toimialaansa koskeva erityissääntely⁵³. Tällä on luonnollisesti vaikutusta säännöksen sisältöön. AML:ssa on pyritty ottamaan huomioon ainoastaan listayhtiöiden tilinpäätöksiä erityisvaatimuksia, jotka liittyvät arvopaperimarkkinoilla toimivien informaation tarpeeseen ja ovat näin ollen erityisen merkityksellisiä.

Lain tasolla säännellään myös tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamiseen liittyviä seikkoja sekä tilintarkastuskertomusta.⁵⁴ Lakimuutoksella 9.2.2007/152 otettiin pykälän otsikkoon mukaan toimintakertomus, koska se ei enää ole osa tilinpäätöstä. Näin se on myös johdonmukainen kirjanpitolain vastaavan säännöksen kanssa.

3.3.1 Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistaminen

Liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheutonta viivytystä viimeistään viikkoa ennen sitä kokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, mutta kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä.⁵⁵ Avoimuusdirektiivi sallii julkistamisen neljän kuukauden kuluessa, joten tältä osin Suomessa on voimassa tiukempi lainsäädäntö.

Tilinpäätöksen julkistamisen osalta AML 2:6.2:ssä on osavuosikatsauksen julkistamista koskevan poikkeussäännöksen kanssa samantyyppinen säännös, jonka mukaan edellä 1 momentissa määritelty velvollisuus ei koske Suomen valtiota, Suomen Pankkia, suomalaista kuntaa tai kuntayhtymää, muuta valtiota, sen keskuspankkia tai sen alueellista hallintoyksikköä, Euroopan keskuspankkia eikä sellaista kansainvälistä julkisyhteisöä, jonka jäsenenä on vähintään yksi Euroopan talousalueeseen kuuluva valtio.⁵⁶

AML 2:6.3:n mukaan tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Ennen lakimuutosta 9.2.2007/152 pykälässä säädettiin että, “Asianomaisen ministeriön päätöksellä säädetään tarkemmin tilinpäätöksen sisällöstä ja siitä, miten tilinpäätöksessä

⁵³ Pörssin säännöt, s. 30.

⁵⁴ AML 2:6.

⁵⁵ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 110.

⁵⁶ Kyseinen poikkeussäännös on muuten samanlainen kuin AML 2:5.2:ssa oleva osavuosikatsauksia koskeva poikkeussäännös, mutta siinä ei mainita tukkumarkkinajoukkovelkakirjojen liikkeeseenlaskijoita. Tämän johdosta näidenkin arvopaperien liikkeeseenlaskijoilla on velvollisuus julkistaa tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa sekä toimittaa nämä myös Rahoitustarkastukselle. Ks. HE 174/2006, s. 35.

annettavat tiedot on esitettävä. Asianomaisen ministeriön päätöksellä säädetään lisäksi poikkeuksista tämän lain ja sen nojalla annettujen päätösten tilinpäätöksen sisältöä koskevista säännöksistä.” Säännös poistettiin kyseistä pykälästä ja uudessa AML 2:10e:ssä säädetään valtiovarainministeriö kyseisten päätösten tekijäksi. Kirjanpito- ja yhteisölainsäädännön asettaessa keskeiset vaatimukset tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sisällölle on listayhtiön huomioitava sitä koskevat erityisvaatimukset, jotka löytyvät sitä koskevasta VM:n liikkeeseenlaskijoiden säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskevasta asetuksesta.⁵⁷

Laki

3.3.2 *Tilintarkastuskertomus*

Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ohessa on julkistettava tilintarkastuskertomus. Jos tilikauden aikana kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta tai pidennetyn tilikauden 12 ensimmäiseltä kuukaudelta laadittua osavuositarkastusta ei tilintarkastajien käsityksen mukaan ole laadittu sitä koskevien säännösten mukaisesti, on tästä ilmoitettava tilintarkastuskertomuksessa⁵⁸. Lakimuutoksella 9.2.2007/152 rajattiin tilintarkastajien velvollisuus lausua osavuositarkastuksien säännösten mukaisuudesta koskemaan ainoastaan kyseisiä osavuositarkastuksia, eikä velvollisuutta lausua jokaisen osavuositarkastuksen osalta enää ole.

Neljännän momentin loppuosan mukaan liikkeeseenlaskijan on kuitenkin julkistettava tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilintarkastuskertomus välittömästi, jos tilintarkastajat tilintarkastuskertomuksessa:

1. toteavat, että tilinpäätöstä ei ole laadittu kirjanpitolaian ja tilinpäätöksen laatimista koskevien muiden säännösten ja määräysten mukaisesti;
2. toteavat, että tilinpäätös ei anna kirjanpitolaissa tarkoitettulla tavalla oikeaa ja riittävää kuvaa liikkeeseenlaskijan tai sen konsernin toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, johon liikkeeseenlaskija kuuluu;
3. toteavat, että tilinpäätöstä ei tulisi vahvistaa;

⁵⁷ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (5 §), s. 11-12: *Toimintakertomuksessa esitettävät tiedot.*

⁵⁸ AML 2:6.5.

4. eivät yhdy hallituksen tekemään tuloksen käsittelyä koskevaan ehdotukseen;
5. toteavat, että vastuuvapautta ei tulisi myöntää; taikka
6. esittävät muun muistutuksen suorittamansa tarkastuksen perusteella.

Tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilintarkastuskertomus edellytetään julkistettavaksi siis aina välittömästi, jos tilintarkastajat antavat muun kuin tilintarkastuslaissa tarkoitetun vakimuotoisen lausunnon tai huomautuksen.⁵⁹

Lakimuutoksella 12.6.2008/392 veloitettiin liikkeeseenlaskija antamaan selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä. Liikkeeseenlaskijoiden on lisäksi julkistettava tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilintarkastuskertomus välittömästi, jos tilintarkastajat tilintarkastuskertomuksessa toteavat, että selvitystä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä ei ole annettu tai että se ei ole yhdenmukainen tilinpäätöksen kanssa.⁶⁰

3.3.3 *Tilinpäätöstiedote*

AML 2:6a:ssä säädetään tilinpäätöstiedotteesta tiedottamisesta. Listayhtiön on julkistettava välittömästi tilinpäätöksensä valmistumisen jälkeen tilinpäätöstiedote. Lakimuutoksella 9.2.2007/152 poistettiin velvollisuus tilinpäätöksen pääkohtien esittämiseen samassa yhteydessä.⁶¹ Syytä muutoksen ei mainita hallituksen esityksessä, mutta ongelmallista tilinpäätöksen pääkohtien aikaisessa julkistamisessa on ainakin se, ettei tilinpäätöstä ole vielä siinä vaiheessa virallisesti tilintarkastettu.

Ennen lakimuutosta 9.2.2007/152 pykälässä säädettiin myös, että mikäli liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, tilinpäätöstiedote annetaan konsernin tietoina. Tämä kohta on uudesta laista jätetty pois perustelematta muutosta hallituksen esityksessä, mutta muuttumaton lain tilin käy ilmi kyseisen pykälän 2 momentin viittauksesta ”Mitä 5a §:ssä säädetään osavuosisikatsauksesta, koskee vastaavasti tilinpäätöstie-

⁵⁹ HE 174/2006, s. 27.

⁶⁰ Ks. AML 2:6.3. Liikkeeseenlaskijan hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskeva selvitys on annettava ensimmäisen kerran tilikaudelta, joka alkaa lain voimaantulon (1.9.2008) jälkeen. Jos liikkeeseenlaskijan tilikausi on kalenterivuosi, ensimmäinen hallinto- ja ohjausjärjestelmää koskeva selvitys on annettava alkuvuonna 2010.

⁶¹ Parkkonen (2007), s. 48.

dotetta.” Kuten edellä on esitetty, 5a §:ssä todetaan, että jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, osavuositarkastus annetaan konsernin tietoina. Säännöksen poisjättäminen lyhentää lakitekstiä ja vähentää toistoa, mutta tällöin joudutaan lisäämään lainsisäinen viittaussäännös, joka taas vähentää säännöksen selkeyttä.

Tilinpäätöstiedote vastaa sisällöltään tilivuoden viimeiseltä neljännekseltä annettavaa osavuositarkastusta, jolloin siihen sovelletaan samoja sääntöjä kuin kolmen ja yhdeksän kuukauden osavuositarkastuksiin.⁶² AML:n tarkoittama katsauskausi on tilinpäätöstiedotteessa koko tilikausi⁶³.

Vastaavasti kuin osavuositarkastuksen osalta, AML 2:6a.2:n osavuositarkastukseen viittaavan säännöksen mukaan tilinpäätöstiedotteen tulee muun muassa antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tilinpäätöstiedotteessa vaaditaan sekä selostusosa että taulukko-osa, joten sääntely vastaa osavuositarkastusta. Tilinpäätöstiedotteen selostusosassa on lisäksi ilmoitettava hallituksen esitys voittoa tai tappiota koskeviksi toimenpiteiksi sekä annettava selvitys liikkeeseenlaskijan jakokelpoisista varoista.⁶⁴

Pörssin sääntöjen mukaan listayhtiön tilinpäätöstiedotteessa on lisäksi esitettävä:

- tiedot osakekohtaisesta tuloksesta tilikauden ja edellisen tilikauden osalta.
- tiedot osakekohtaisesta omasta pääomasta tilikauden lopussa edellisen tilikauden lopun vertailutietoineen.
- rahavirtalaskelma tilikaudelta. Rahavirtalaskelmasta ilmenee liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirrat. Liiketoiminnan sekä investointien rahavirroista käy ilmi vähintään yhteismääränä saadut ja suoritettut rahavirrat. Rahoituksen rahavirroista käy ilmi ainakin vieraan pääoman lisäys ja vähennys, maksetut osingot ja muut oman pääoman muutokset.⁶⁵

Ratan soveltamisohjeen mukaan koko tilikauden kuvauksen lisäksi tilinpäätöstiedotteessa kuvataan liiketoiminnan kehitystä viimeksi päättyneeltä vuosineljännekseltä tai, jos liikkeeseenlaskija on julkistanut johdon osavuotisen selvityksen, liiketoiminnan kehitystä viimeksi päättyneeltä puolivuotiskaudelta. Koko tilikauden kuvaus voi perustua toimintakertomukseen.⁶⁶

⁶² HE 174/2006, s. 27.

⁶³ Ratan standardi 5.1, s. 53.

⁶⁴ HE 174/2006, s. 4.

⁶⁵ Pörssin säännöt, kohta 3.2.8.

⁶⁶ Ratan standardi 5.1, s. 54.

3.4 Muut säännöllisen tiedonantovelvollisuuden säännökset

Seuraavissa luvuissa käydään läpi AML 2:6b – 6d sekä 10c – 11:ien säännöksiä, jotka määrittelevät muita säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta johdettuja tiedonantoinstrumentteja. Lisäksi tarkastellaan tietojen esilläpitoa liikkeenlaskijan näkökulmasta, tietojen toimittamista, poikkeuksia säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta sekä siihen liittyvien laintasa alempien säännöksiä edellytyksiä.

Säännösten tarkastelujärjestys seuraa selkeyden takaamiseksi pääosin AML 2 luvun rakennetta.

3.4.1 Tietojen toimittaminen ja esilläpito

Soveltuvat menettelytavat ovat tässä esitettyjä säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tiedonantoinstrumentteja nimenomaisesti koskevia erityispiirteitä lukuunottamatta jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta vastaavia ja niitä käsitellään tarkemmin jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta käsittelevässä luvussa 5. Samassa luvussa käsitellään myös julkisen kaupankäynnin järjestäjän velvollisuutta pitää esillä julkistettuja tietoja, mikä koskee myös säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tiedonantoinstrumentteja.

Lakimuutoksella 9.2.2007/152 lisättiin AML 2 lukuun pykälä 6c. Siinä säädetään liikkeeseenlaskijalle velvollisuus toimittaa osavuositarkastus, johdon osavuotinen selvitys, tilinpäätös ja toimintakertomus, tilinpäätöstiedote sekä tieto AML 1:4.10:n mukaisesti tehdystä valinnasta Rahoitustarkastukselle, asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja keskeisille tiedotusvälineille.

AML 1:4.10:ssa säädetään, että liikkeeseenlaskijan, jonka 1:2.1:n 2 kohdassa tarkoitetun arvopaperin⁶⁷ nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo on vähintään 1 000 euroa, sekä

⁶⁷ AML 1:2.1: Tätä lakia sovelletaan arvopaperiin, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Tällainen voi olla esimerkiksi todiste, joka annetaan:

- 1) osakkeesta tai muusta osuudesta yhteisön omaan pääomaan tai siihen liittyvästä osinko-, korko- tai muusta tuotto-oikeudesta taikka merkintäoikeudesta;
- 2) osuudesta joukkovelkakirjalainaan tai siihen rinnastavasta velallisen sitoumuksesta taikka sanottuun osuuteen tai sitoumukseen liittyvästä korko- tai muusta tuotto-oikeudesta;
- 3) 1 ja 2 kohdassa mainittujen oikeuksien yhdistelmästä;
- 4) edellä mainittuja oikeuksia koskevasta osto- tai myyntioikeudesta;

1:2.1:n 4 tai 6 kohdassa tarkoitetun arvopaperin liikkeeseenlaskija voi valita säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltioon yhden Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion. Kotivaltio on valittava vähintään kolmeksi vuodeksi kerrallaan.

Julkistettavan tiedotteen on tiedotteen teknisistä ominaisuuksista riippumatta oltava tiedostomuodoltaan yhtenäinen kokonaisuus. Tiedotteen osan korvaaminen hyperlinkillä tai liitetiedostolla ei täyty vaatimusta tiedotteen julkistamisesta muokkaamattomana ja lyhentämättömänä. Tästä vaatimuksesta poikkeuksen muodostavat vain tilinpäätös ja toimintakertomus, jotka voidaan menettelyllisesti julkistaa kappaleissa seuraavassa kuvatun menettelyn mukaisesti.

Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamisen osalta riittää, että tiedotusvälineille toimitetaan tieto siitä, että tilinpäätös ja toimintakertomus on julkistettu. Lisäksi tiedotteessa tulee kertoa, mistä mainitut tiedot ovat sijoittajien saatavissa. Julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja tiedotevarastoon toimitettavan tiedotteen liitteenä tulee kuitenkin olla myös täydellinen tilinpäätös liitetiedostona. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen osalta julkistamisvaatimus koskee täydellistä tilinpäätöstä eli kirjanpitolain mukaista emoyhtiön tilinpäätöstä, joka sisältää konsernitilinpäätöksen, ja toimintakertomusta. Tilinpäätös ja toimintakertomus voidaan julkistaa osana vuosikertomusta tai muuta yhtiön talousraportointia.

Tilinpäätöstiedotteen sisältävä tiedote nimetään tilinpäätöstiedotteeksi, osavuositiedotteen sisältävä tiedote osavuositiedotteeksi ja johdon osavuotisen selvityksen sisältävä tiedote vastaavasti johdon osavuotiseksi selvitykseksi.⁶⁸

Asianomaisella julkisen kaupankäynnin järjestäjällä tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan kotivaltion julkisen kaupankäynnin järjestäjää, eli käytännössä Helsingin pörssiä. Liikkeeseenlaskijan ei vaadita käyttävän mitään määrättyä tiedotusvälinettä, mutta näitä valittaessa yhtiön on kiinnitettävä huomiota muun muassa arvopaperin levinneisyyteen yhteisön alueella. Rahoitustarkastukselle ja julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedot toimitetaan aina viimeistään silloin, kun ne julkistetaan.

Liikkeeseenlaskijalla on myös velvollisuus pitää tiedot yleisön saatavilla internetsivuilla vähintään viiden vuoden ajan. Säännöksen on tarkoitus varmistaa, että kyseiset tiedot ovat tehokkaasti ja maksutta arvopaperien haltijoiden saatavilla.

5) rahasto-osuudesta tai siihen rinnastettavasta yhteissijoitusyrityksen osuudesta; sekä

6) muusta kuin edellä mainitusta oikeudesta, joka perustuu sopimukseen tai sitoumukseen.

⁶⁸ Ratan standardi 5.2b, s. 26-27.

Säännöksellä korvattiin liikkeeseenlaskijalle aikaisemmin laissa asetettu velvollisuus pyynnöstä toimittaa osavuosikatsaus arvopaperin haltijalle. Samalla poistettiin liikkeeseenlaskijan yleinen velvollisuus toimittaa kuluja vastaan jäljennöksiä osavuosikatsauksesta.⁶⁹ Lisää internetsivujen merkitystä tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta käsitellään kappaleessa 4.5.3.

Rahoitustarkastuksen soveltamisohjeen mukaan lain velvoite toimittaa mainitut tiedot Rata:lle täyttyy, kun liikkeeseenlaskija toimittaa tiedot Pörssin ylläpitämään tiedotevarastoon, josta Rahoitustarkastus saa ne käyttöönsä.⁷⁰

3.4.2 Yhtiökokous ja joukkovelkakirjanhaltijoiden kokous

AML 2:6d:ssä säännellään osakkeiden liikkeeseenlaskijan yhtiökokousta ja joukkovelkakirjalainan lainaehtojen mukaista velkakirjanhaltijoiden kokousta sekä yhtiökokouksessa käytettävää valtakirjalomaketta. Hallituksen esityksen⁷¹ mukaan säännös ei edellytä yhtiöiden laativan yhtiökokouksessa käytettäviä valtakirjalomakkeita. Jos kuitenkin tällainen lomake on laadittu yhtiön lukuun tai sen puolesta, lomakkeen tulee olla kaikkien osakkeenomistajien saatavilla. Pykälä perustuu avoimuusdirektiivin 17 artiklan 2 kohdan b alakohdan vaatimukseen.

AML 2:6d.2:n mukaan, jos julkisen kaupankäynnin kohteena olevan joukkovelkakirjalainan ehtoihin liitetään määräys joukkovelkakirjanhaltijoiden kokouksesta, ehtojen on sisällettävä tarkemmat määräykset kokouksen ajankohdasta, paikasta ja asialistasta sekä kokouskutsusta. Edellä mainitut tiedot vastaavat avoimuusdirektiivin 18 artiklan 2 kohdan edellytyksiä joukkovelkakirjanhaltijoille annettavista tiedoista koskien joukkovelkakirjanhaltijoiden kokouksia. Momentin listaamat tiedot on ilmoitettava lainaehdoissa.⁷² Saman momentin mukaan liikkeeseenlaskijan on pidettävä kokouksessa käytettävä valtakirjalomake joukkovelkakirjanhaltijan saatavilla.

Lisäksi kokouskutsussa on ilmoitettava, missä ja miten valtakirja on saatavilla. Valtakirjalomakkeen tulee olla saatavilla myös liikkeeseenlaskijan internet-verkkosivuilla, tai vaihtoehtoisesti se tulee toimittaa pyynnöstä erikseen osakkeenomistajalle ja joukkovelkakirjanhaltijalle.

⁶⁹ HE 174/2006, s. 28.

⁷⁰ Ratan standardi 5.2b, s. 26.

⁷¹ HE 174/2006.

3.4.3 Vuosikooste

Esitedirektiivin⁷³ edellytysten mukaisesti AML 2:10c:ssä säädetään, että julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava asiakirja edellisen tilikauden aikana julkistamistaan tiedoista (*vuosikooste*).⁷⁴ Vuosikoosteessa on vähintään viitattava tietoihin, jotka liikkeeseenlaskija on julkistanut tämän lain, sen nojalla annettujen säännösten tai vahvistettujen sääntöjen, kuten valtiovarainministeriön vahvistamien pörssin sääntöjen, taikka vastaavien ulkomaisten säännösten tai sääntöjen nojalla. Saman momentin mukaan tietoihin vain viitattaessa on ilmoitettava, mistä tiedot ovat vaikeuksitta saatavissa.

Komission esiteasetuksessa edellytetään lisäksi, että asiakirjassa mainitaan mahdollinen tietojen osittainen vanhentuneisuus. Yksinkertaisimmillaan vuosikoosteessa on lueteltu tiedotteiden otsikot, antamisaika sekä linkki täydelliseen tiedotteeseen.^{75 76}

AML 2:10c.2:n mukaan vuosikooste on julkistettava sekä toimitettava Rahoitustarkastukselle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle komission esiteasetuksessa säädetyssä ajassa. Vuosikoosteen julkistamisessa noudatetaan esiteasetuksen säännöksiä.

Pykälään lisättiin lakimuutoksella 9.2.2007/152 uusi neljäs momentti, jonka mukaan edellä tarkastelluissa AML 2:10c:n 1 ja 2 momentissa säädettyä ei sovelleta liikkeeseenlaskijaan, jonka julkisen kaupankäynnin kohteena olevien AML 1:4:n 7–9 momentissa tarkoitettujen arvopaperien liikkeeseenlaskun kotivaltio on muu kuin Suomi.⁷⁷ Tällä estetään se, ettei arvopaperimarkkinalain säännöksiä sovelletta

⁷² HE 174/2006, s. 28.

⁷³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopaperiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (esitedirektiivi).

⁷⁴ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 119: AML:n siirtymäsäännöksen mukaan vuosikooste tuli laatia ensimmäisen kerran lain voimaantulon jälkeen alkavalta tilikaudelta eli useimmilla yhtiöillä tilikaudelta 2006.

⁷⁵ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 119.

⁷⁶ Ratan standardi 5.1:n soveltamisohjeen (s. 66) mukaan vuosikooste voi olla yhtiön internetsivuille taltioitu pdf-dokumentti, johon on koottu luettelo julkistetuista tiedotteista ja asiakirjoista päivämäärineen ja otsikoineen. Jos tiedotteen otsikosta ei käy selvästi ilmi sen sisältö, koosteeseen lisätään erillinen tieto siitä, mitä asiaa tiedote koskee. Vastaavat tiedot voivat sisältyä myös yhtiön vuosikertomukseen.

⁷⁷ AML 1:4:n 7-9 momentit: Arvopaperien liikkeeseenlaskun kotivaltio on Suomi, jos kyseessä ovat muut kuin 9 momentissa tarkoitettut arvopaperit ja liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa.

kolmansien maiden liikkeeseenlaskijoihin laajemmin kuin mitä avoimuusdirektiivi edellyttää⁷⁸.

Vuosikoosteen julkistamisvelvollisuus on rajattu AML 2:10c.3:ssa, jossa säädetään, ettei julkisen kaupankäynnin kohteena olevien nimellisarvoltaan tai kirjanpidolliselta vasta-arvoltaan vähintään 50 000 euron suuruisten muiden kuin oman pääoman ehtoisten arvopaperien liikkeeseenlaskija ole velvollinen julkistamaan vuosikoostetta.

3.4.4 Tiedottamisessa käytettävä kieli

Avoimuusdirektiivin 20 artiklan säännökset kielistä, joilla liikkeeseenlaskijan tulee antaa säännellyt tiedot, on implementoitu valtiovarainministeriön asetuksella.⁷⁹ Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta annetun VMA:n 12 §:n mukaan liikkeeseenlaskijan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on Suomi, on julkistettava osavuosikatsaus, johdon osavuotinen selvitys, tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilinpäätöstiedote suomen tai ruotsin kielellä. Avoimuusdirektiivin 20 artiklan mukaan myös muut julkistettavat tiedot on annettava toimivaltaisen viranomaisen hyväksymällä kielellä.

Jos liikkeeseenlaskijan säännöllisen tiedonantovelvollisuuden mukainen kotivaltio on Suomi ja jos sen julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi on otettu vastaavan kaupankäynnin kohteeksi myös yhdessä tai useammassa muussa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, liikkeeseenlaskijan on annettava julkistettavat tiedot suomen tai ruotsin kielen lisäksi myös vastaanottavan valtion toimivaltaisen viranomaisen hyväksymällä kielellä tai englannin kielellä.

Arvopaperien liikkeeseenlaskun kotivaltio on Suomi myös, jos liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellinen kotipaikka on valtiossa, joka ei kuulu Euroopan talousalueeseen, ja muita kuin 9 momentissa tarkoitettuja arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi Euroopan talousalueella ensimmäiseksi Suomessa. Jos tarjoamisesta tai hakemisesta on päättänyt muu kuin liikkeeseenlaskija, voi liikkeeseenlaskija myöhemmin valita kotivaltioksi toisen Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion. Se, joka tarjoaa yleisölle tai hakee julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteeksi

1) muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, joiden nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo on vähintään 1 000 euroa, tai

2) muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, jotka oikeuttavat toisiin arvopapereihin tai toisten arvopaperien taikka muun tunnusluvun arvonkehitykseen perustuvaan suoritukseen, voi valita liikkeeseenlaskun *kotivaltioksi* Suomen, jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi Suomessa tai jos liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa.

⁷⁸ HE 174/2006, s. 29.

⁷⁹ Ks. VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta 12 §.

Jos liikkeeseenlaskijan arvopapereista julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueella vastaavan kaupankäynnin kohteena on vain sellaisia muun kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, joiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 50 000 euroa tai tätä liikkeeseenlaskupäivänä vastaava määrä muuna valuuttana, liikkeeseenlaskija voi antaa tiedot englannin kielellä. Jos yhtiön säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on Suomi ja jos sen arvopaperi on otettu julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi yhdessä tai useammassa valtiossa Euroopan talousalueella muttei Suomessa, yhtiön on annettava julkistettavat tiedot vastaanottavan valtion toimivaltaisen viranomaisen hyväksymällä kielellä tai englannin kielellä. Sellaisen liikkeeseenlaskijan, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on muu kuin Suomi ja jonka arvopapereita on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena, on annettava tiedot suomeksi, ruotsiksi tai englanniksi.

3.4.5 Laintasoa alemmat säädökset

AML 2:10e:ssä määritellään ne tahot, joilla on oikeus tarkentaa laintasoisia säädöksiä, sekä ne ehdot, joiden puitteissa se on mahdollista. Ensimmäisen momentin mukaan valtiovarainministeriön asetuksella annetaan tarkemmat säännökset säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY sekä Euroopan yhteisöjen komission sen perusteella antamien säädösten täytäntöön panemiseksi. Pääsääntöiseksi tarkempien sääntöjen antajaksi on siis tarkoitettu valtiovarainministeriö.

AML 2:10e.2:n mukaan voidaan antaa valtiovarainministeriön asetuksella sijoittajien asemaa vaarantamatta ja jäsenvaltion Euroopan yhteisön säännösten mukaisen toimivallan rajoissa tarkemmat säännökset säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ja tietojen esillä pitämisen osalta:

1. osavuosisikatsauksen, johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä tilinpäätöstiedotteen sisällöstä ja julkistamisesta sekä niitä koskevista poikkeuksista, --
2. liikkeeseenlaskijan osakkeenomistajan osakeomistusta koskevan liputusvelvollisuuden yhteydessä annettavista tiedoista ja niitä koskevista

poikkeuksista sekä julkistamisessa noudatettavasta menettelystä⁸⁰, ja

3. AML 2:10d:ssä tarkoitettujen jo julkistettujen tietojen saatavilla pitämisestä.

Lakimuutoksen 9.2.2007/152 yhteydessä kumottiin valtiovarainministeriön asetus (538/2002) ja samanaikaisesti annettiin kaksi uutta valtiovarainministeriön asetusta, joilla tarkennetaan säänneltyä tiedonantovelvollisuutta ja liputusvelvollisuutta koskevia säännöksiä.⁸¹ Lisää asetuksenantovaltuuksia VM:lle annettiin lakimuutoksella 2008/392.⁸²

Rahoitustarkastuksen voi antaa tarkempia määräyksiä⁸³ osavuosikatsauksesta, johdon osavuotisesta selvityksestä, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä tilinpäätöstiedotteen sisällöstä ja julkistamisesta sekä niitä koskevista poikkeuksista annetussa asetuksessa tarkoitettujen tietojen osalta. Ratan on ennen kyseisen määräyksen antamista pyydettävä siitä kirjanpitolain 8:2 §:ssä tarkoitettu KILAn lausunto. Tällä muutoksella siirrettiin KILAlta Ratalle yleinen ohjeidenanto-oikeus näiden tietojen osalta.⁸⁴

Edellä käsitellyn AML 2:10e:n valtuutuksen lisäksi ohjeiden ja lausuntojen antamisen osalta tarkempia säännöksiä on luottolaitoslaissa ja vakuutusyhtiölaissa niiden soveltamisalaan kuuluvien yhtiöiden osalta. Rata voi siis edelleen uuden luottolaitostoiminnasta annetun lain 147 §:n 2 momentin mukaisesti antaa tarkempia määräyksiä luottolaitoksen tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen laatimisesta. Vastaavasti Vakuutusvalvontavirasto voisi vakuutusyhtiölain 10 luvun 14 §:n 3 ja 4 momentin⁸⁵ mukaisesti antaa vakuutustoiminnan erityisluonteesta johtuvia määräyksiä, ohjeita ja lausuntoja. Säännöksessä edellytetään kuitenkin, että ennen yleisohjeiden antamista Ratan olisi pyydettävä niistä KILAn lausunto.

⁸⁰ Ks. Luku 5. Jatkuva tiedonantovelvollisuus.

⁸¹ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta ja LiputusVMA.

⁸² Lakimuutoksella täydennettiin valtiovarainministeriön valtuutusta antaa asetuksella tarkemmat säännökset myös liikkeeseenlaskijan hallinto- ja ohjausjärjestelmästä sekä liikkeeseenlaskijan taloudellisen raportointiprosessin valvontaa hoitavaa toimielintä koskevien tietojen antamisesta.

⁸³ Löytyvät Ratan standardista 5.1 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.

⁸⁴ Ks. AML 2:10e.3 §.

⁸⁵ VOYL 10 luku 14 § 3 ja 4 mom: Vakuutusvalvontavirasto antaa vakuutustoiminnan erityisluonteesta johtuvat tarkemmat määräykset vakuutusyhtiön tilinpäätöksen, konsernitilinpäätöksen, toimintakertomuksen, osavuosikatsauksen, vuosikatsauksen sekä tilinpäätöstiedotteen laatimisesta.

Vakuutusvalvontavirasto voi antaa ohjeita ja lausuntoja tämän luvun, sosiaali- ja terveystieteiden ministeriön 1 momentissa tarkoitettujen asetusten, osakeyhtiölain tilinpäätöstä, konsernitilinpäätöstä ja toimintakertomusta koskevien säännösten sekä kirjanpitolain ja kirjanpitoasetuksen soveltamisesta vakuutusyhtiöihin ja vakuutusomistusyhteisöihin. Kirjanpitolain 7 a luvussa tarkoitettujen kansainvälisten tilinpäätösstandardien soveltamisesta ohjeita ja lausuntoja voidaan antaa siltä osin kuin ne koskevat yksinomaan vakuutustoimintaa.

3.4.6 Poikkeusten myöntäminen

Rata voi hakemuksesta myöntää poikkeuksen AML 2 luvussa, lukuun ottamatta sen 7 §:ää (jatkuva tiedonantovelvollisuus), säädetystä tiedonantovelvollisuudesta edellyttäen, ettei poikkeus vaaranna sijoittajien asemaa. Tämä mahdollisuus poikkeuksen myöntämiseen tiedonantovelvollisuudesta on määritelty AML 2:11:ään uudestaan lakimuutoksella 9.2.2007/152. Pykälään tehdyt muutokset johtuvat avoimuusdirektiivistä ja ne vastaavat kirjanpitolain muutoksia.

AML 2:11.1:n mukaan valtiovarainministeriön asetuksella säädetään poikkeuksen myöntämisestä;

1. tapauksissa, joissa Euroopan yhteisön säännösten mukaan jäsenvaltio voi sallia poikkeuksen tiedonantovelvollisuudesta,
2. tapauksissa, joissa Euroopan yhteisön säännöksiä ei niiden soveltamisalan vuoksi sovelleta arvopaperiin,⁸⁶
3. tapauksissa, joissa arvopapereita tarjotaan yleisesti hyödyllisen, pääasiassa muun kuin voittoa tavoittelevan toiminnan rahoittamiseksi.

Rata on mahdollista myöntää poikkeus AML 2:10:ssä säädetystä julkistamisvelvollisuudesta⁸⁷, jos julkistaminen olisi yleisen edun vastaista tai jos siitä olisi liikkeeseenlaskijalle olennaista haittaa. Poikkeusta on haettava välittömästi velvollisuuden synnyttyä. Poikkeus 10 §:stä voidaan myöntää vain yhtiölle, jolla on AML 2:9.1:ssa tarkoitettu liputusvelvollisuus.⁸⁸

Rata voi myöntää poikkeuksen -- osavuositarkastuksen, johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen, tilinpäätöstiedotteen sekä vuosikoosteen julkistamisesta⁸⁹. Lakimuutoksella 9.2.2007/152 poistettiin KILAlta laissa ollut oikeus myöntää poikkeuksia osavuositarkastuksen, vuosikatsauksen ja tilinpäätöksen sisällöstä. Hallituksen esityksessä⁹⁰ ratkaisua perustellaan KILAn muuttuneella roolilla ja sillä, että kansalliset poikkeusluvut ovat kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja sovellettaessa ongelmallisia. Poikkeuksen myöntämisen

⁸⁶ Poikkeuksen on kuitenkin oltava Euroopan yhteisön säännösten mukainen.

⁸⁷ Näitä velvollisuuksia ovat liputusvelvollisuus, velvollisuus ilmoittaa osakeyhtiön omilla osakkeillaan tekemät kaupat, velvollisuus ilmoittaa vuosikooste julkistetuista tiedoista, velvollisuus pitää saatavilla julkistetut tiedot ja velvollisuus tehdä laintasoa alemmat valtiovarainministeriön asetuksella säädetty ilmoitukset.

⁸⁸ AML 2:11.2

⁸⁹ AML 2:11.3.

⁹⁰ HE 174/2006, s. 30.

edellytyksenä on, ettei poikkeus ole tilinpäätöstä, konsernitilinpäätöstä tai esitettä koskevien Euroopan yhteisön säännösten vastainen.

Edelleen AM 2:11.3:n mukaan Ratan on myönnettävä liikkeeseenlaskijalle, jonka kotivaltio on muussa kuin Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, poikkeus julkistaa osavuosikatsauksen, johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen, tilinpäätöstiedotteen sekä liputusilmoituksen tiedot liikkeeseenlaskijan kotivaltion sääntelyn mukaisesti, jos kotivaltion lainsäädännön vaatimukset katsotaan Suomen lainsäädäntöä vastaaviksi. Vastaavuuden arvioinnista säädetään tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella, joka Ratan on otettava huomioon poikkeusta myöntäessään.⁹¹

Ratan on välittömästi ilmoitettava poikkeuksen saamiseksi tehdystä hakemuksesta ja siihen annetusta päätöksestä asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.⁹²

⁹¹ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, 11 §.

⁹² AML 2:11.4.

4 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta uudistaneen hallituksen esityksen 137/2004 mukaan jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertaisen, tasapuolisen ja samanaikaisen tiedonsaantimahdollisuuksien turvaamiseen. Liikkeeseenlaskijasta pyritään tiedonantovelvollisuuksien vaatimuksilla luomaan riittävän läpinäkyvä kuva markkinoille. Tällöin korostuu liikkeeseenlaskijan selkeä ja johdonmukainen tiedotuspolitiikka, joka mahdollistaa sen kehityksen seuraamisen yhtiön ulkopuolella. Jatkuva tiedonantovelvollisuus onkin tärkeässä roolissa, kun tiedottamiselta vaaditaan jatkuvan, ajantasaisen, kattavan ja vertailukelpoisen tiedon antamista niin liikkeeseenlaskijasta kuin myös muista sen arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista.⁹³

Tärkein jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta käsittelevä sääntely löytyy lain tasoisena arvopaperimarkkina-alaista. Lisäksi osakeyhtiölaissa on säännöksiä, jotka listatun yhtiön tulee ottaa huomioon tiedottamisessaan. Käytännössä yksittäistapauksien tulkintaa helpottavia merkittäviä tulkintalinjoja on koottu rahoitustarkastuksen standardiin 5.2b ”Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus” sekä arvopaperipörssin sääntöihin.

AML 2:7:n mukaan julkisen kaupankäynnin 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. Liikkeeseenlaskijan on pidettävä julkistamansa tiedot yleisön saatavilla.

4.1 Tiedonantopolitiikka

Rahoitustarkastus suosittelee, että liikkeeseenlaskijan tulisi määritellä ne toimintaperiaatteet ja -tavat, joiden mukaisesti se kommunikoi pääomamarkkinoiden kanssa.

Periaatteet voitaisiin laatia erityisen kirjallisen tiedonantopolitiikan (disclosure

⁹³ HE 137/2004, s. 51 ja Parkkonen (2007), s. 50.

poliicyn) muotoon. Poliitiikan laadinnan katsotaan antavan liikkeeseenlaskijalle mahdollisuuden arvioida toimintaperiaatteidensa toimivuutta ja riittävyyttä pääomamarkkinoiden näkökulmasta. Poliitiikka tai toimintaperiaatteet on suositeltavaa julkistaa soveltuvien osien yhtiön internetsivuilla, jolloin eri markkinaosapuolilla olisi mahdollisuus ymmärtää paremmin liikkeeseenlaskijan tapaa toimia ja ohjeistaa markkinoita ja näin ennakoita yhtiön toimintaa eri tilanteissa.

Lisäksi Rata tuo esiin soveltamisesimerkin muodossa standardissa 5.2b konkreettisia keinoja tiedonantovelvollisuuden täyttämisen käytännön toteuttamiseen. Sen mukaan liikkeellelaskija voi tiedonantopoliitikassaan määritellä sijoittajasuhdetoiminnan vastuuhenkilöt ja tavoitteet, toimintatapansa sijoittaja- ja analytikkotapaamisissa, soveltamansa markkinoiden ohjeistustavat tulevaisuudennäkymiään koskien sekä esimerkiksi sisäiset toimintatavat erilaisissa tiedottamistilanteissa mukaan lukien mahdolliset kriisitilanteet. Sovellettavan politiikan laajuus ja sisältö luonnollisesti vaihtelevat yhtiöittäin.⁹⁴

Ylipäänsä tiedonantopoliitiikan ohjeistuksella pyritään eräänlainen yhtiön kärikirja eri tiedottamistilanteisiin. Varsinkin epävarmuus- ja jopa kriisitilanteissa kyseisenlainen ohjeistus voi auttaa huomattavasti pitämään kokonaistilanteen hallinnassa.⁹⁵

4.2 Julkistettavat tiedot

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkinta on siinä mielessä haasteellista, että sitä ei säännellä yksityiskohtaisesti. Julkistamisvelvollisuus on säännelty ainoastaan yleisellä tasolla AML:ssa, jossa tiedon julkistamisen kriteeriksi asetetaan sen *olennainen vaikutus* arvopaperin arvoon. Rahoitustarkastuksen mukaan liikkeeseenlaskija arvioi itse, mistä päätöksistä ja seikoista sen tulee tiedottaa ja mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon.⁹⁶

Tulkintaa yksittäistapauksessa helpottavat muun muassa Ratan standardin 5.2b suositukset ja soveltamisohjeet, mutta ne eivät ole sitovia. Lisäinformaatiota tulkintaan saadaan arvopaperipörssin säännöistä, joissa luetellaan seikkoja ja päätöksiä, jotka

⁹⁴ Ratan standardi 5.2b, s. 12-13.

⁹⁵ Parkkonen (2007), s. 74.

⁹⁶ Ratan standardi 5.2b, s. 12.

listatun yhtiön on julkistettava.⁹⁷ Niiden yhteydessä on kuitenkin muistettava, että pörssi voi säännöissään säätää laintasoja tiukempia velvoitteita listayhtiöille, joten suora vertailu laintasoiseen sääntelyyn ei ole mahdollista.⁹⁸

Tiedot voidaan havainnollistamisen helpottamiseksi jakaa kahteen luokkaan: yhtiön päätöksiin ja sen toimintaa koskeviin muihin seikkoihin. Standardissa 5.2b mainittuja julkistettavia seikkoja ovat esimerkiksi liikkeeseenlaskijan yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, jotka koskevat tilinpäätöstä, osakeantia tai osingonjakoa, sekä liikkeeseenlaskijan toiminnan tai organisaation olennaiset muutokset, keskeiset nimitykset ja yhtiön muut merkittävät liiketoimet.

Muut julkistettavat seikat kuin liikkeeseenlaskijan päätökset, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön arvopaperin arvoon, liittyvät yleensä liikkeeseenlaskijan toimintaympäristöön ja siinä tapahtuvien asioiden vaikutuksista yhtiöön ja sen toimintaan. Tällaisina voidaan mainita esimerkiksi yhtiötä koskevat viranomaisen päätökset Suomessa tai ulkomailla, liikkeeseenlaskijaa koskevat tuomioistuimen päätökset sekä tiedot meneillään olevista välimiesmenettelyistä, viranomaiskäsittelyistä tai oikeudenkäynneistä, joilla voi olla olennaista vaikutusta yhtiön taloudelliseen asemaan. Julkistettavia seikkoja voivat olla myös tiedot konserniyhtiöiden, merkittävien asiakkaiden tai tavarantoimittajien taloudellisista tai toiminnallisista vaikeuksista.

Lisäksi liikkeeseenlaskijan suositellaan julkistavan myös olennaiset tietoonsa tulleet osakkaiden tekemät liikkeeseenlaskijaa koskevat yhteistyö-, etuosto-oikeus-, optio-, takaisinosto- ja äänivallankäyttösopimukset ja muut osakassopimukset, joissa on päätetty äänivallan käyttöön liittyvistä asioista. Myös muutoin yhtiöön liittyvät osakkaiden tekemät sopimukset tai järjestelyt voivat olla julkistettavia tietoja. Tiedottamisvelvollisuus voi syntyä myös ylimmän johdon arvopaperikaupoista, jos sellainen kaupankäynti muuttaa merkittävästi johdon omistusta yhtiössä.⁹⁹

Jo arvopaperimarkkinain yleisluonteisuudenkin johdosta on julkistettavien tietojen luonteen ominaisuuksia tarkasteltava markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin näkökulmasta, joita myös rahoitustarkastus standardissaan korostaa. Sen mukaan

⁹⁷ Arvopaperipörssin säännöt, kohdat 3.2.21 – 3.2.66.

⁹⁸ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 125.

⁹⁹ Ratan standardi 5.2b, s. 19.

liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa kaikki sellainen liikkeeseenlaskijaan *välittömästi*¹⁰⁰ liittyvä, luonteeltaan *täsmällinen* tieto, joka on omiaan vaikuttamaan *olennaisesti* sen arvopaperin arvoon.

4.2.1 Tiedon täsmällisyys

Tiedon *täsmällisyydellä* tarkoitetaan tietoa, joka viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, jotka ovat jo ilmenneet tai tapahtuneet tai joiden voidaan kohtuudella odottaa ilmenevän tai tapahtuvan. Tämän määritelmäosan tarkoitus on tehdä ero sisäpiirintiedon ja toisaalta epävarmoihin seikkoihin tai markkinahuhuihin perustuvan tiedon välillä¹⁰¹.

Tiedon täsmällisyydellä ei kuitenkaan edellytetä, että se viittaisi olosuhteiseen tai tapahtumaan, jonka voidaan olettaa todennäköisesti tulevaisuudessa tapahtuvan, vaan tiedon täsmällisyyttä koskevan edellytyksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus.¹⁰² Siten tiedon täsmällisyyden kynnyks on sisäpiirintiedon luonnetta arvioitaessa käytännössä matala. Olosuhteiden tai tapahtuman myöhempään ilmenemiseen tai toteutumiseen liittyvät epävarmuustekijät eivät vähennä tiedon täsmällisyyttä, jos olosuhteiden tai tapahtumien ilmenemiseen tai toteutumiseen on tosiasiallinen mahdollisuus.¹⁰³ Tätä tukee KKO:n 2006:110 antama tuomio¹⁰⁴, jossa todetaan täsmällisyyskriteerin täyttymisestä seuraavaa: ”...täsmällisyyttä koskevan vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna *tosiasiallinen mahdollisuus*”.

Vastakkain sijoittajien täsmällisyyssharkinnassa on kaksi intressiä, jotka on otettava harkinnassa huomioon:

- mahdollisimman nopea tiedonsaanti olennaisista seikoista, ja

¹⁰⁰ Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivissä (2003/6/EY) yhdistetään sisäpiirintieto ja julkistettava tieto toisiinsa siten, että liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa vain liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvät sisäpiirintiedot. Sisäpiirintieto määritellään direktiivissä liikkeeseenlaskijaa suoraan tai välillisesti koskevaksi, luonteeltaan täsmälliseksi ja julkistamattomaksi tiedoksi, jolla julkistettaessa olisi todennäköisesti huomattava vaikutus arvopaperin arvoon. Ks. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi (2003/6/EY), 1. artikla 1. kohta ja 6. artikla 1. kohta.

¹⁰¹ Ks. Häyrynen – Parkkonen (2006), s. 19.

¹⁰² HE 137/2004, s. 60.

¹⁰³ Häyrynen – Parkkonen (2006), s. 20.

¹⁰⁴ KKO 2006:110.

- tiedon luotettavuusvaatimus.

Edellytyksenä tiedon täsmällisyydelle on, että tiedon perusteella voidaan tehdä arvio sen mahdollisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon.¹⁰⁵

Täsmällisyyskriteeri oli harkinnan kohteena myös HHO:n 21.12.2006 antamassa tuomiossa¹⁰⁶, jossa todettiin, että ”Yrityskauppanhanke on luonteeltaan sisäpiirintietoa jo, kun yrityksen edustajat aloittavat neuvottelut ostettavan yrityksen edustajien kanssa tai kun yritys aloittaa tutkimukset yrityskaupan toteuttamiseksi.”

4.2.2 Tiedon olennaisuus

Tiedon potentiaalinen olennainen vaikutus arvopaperin arvoon on keskeisin julkistamiskriteeri päätökselle tai seikalle. Tiedon olennaisuus voidaan ymmärtää sijoittajan näkökulmasta: tieto on olennainen, mikäli voidaan olettaa, että järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi sitä hyväkseen sijoituspäätöstä tehdessään. Ei ole mahdollista esittää olennaisuudelle tiettyä lukuarvoa, kuten esimerkiksi prosenttirajaa suhteessa liikkeeseenlaskijaan tai sen toimintaan, vaan olennaisuus luonnollisesti vaihtelee eri yhtiöiden kohdalla. Lisäksi siihen saattavat vaikuttaa yksittäisen päätöksen tai seikan luonne tai yleinen markkinatilanne.¹⁰⁷¹⁰⁸

Olennaisuuden arvioiminen edellyttää säännöksen tarkoittaman päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakoarviointia, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä tarkasteltaessa julkistamisvelvollisuuden noudattamista. Olennaisen hintavaikutuksen tosiasiallinen mahdollisuus on siis riittävä eikä tosiasiallisella vaikutuksella ole tältä kannalta ratkaisevaa merkitystä. Tämä voi käydä ilmi esimerkiksi yrityskaupoissa. Ostavan yhtiön kurssi saattaa yrityskauppautisen julkistamisen jälkeen pysyä samalla tasolla, vaikka yhtiön kokoon tai toimintaan nähden merkittävä yrityskauppa katsotaan säännönmukaisesti olennaiseksi tapahtumaksi.¹⁰⁹

Avoimen tiedotuspolitiikan noudattaminen on perusteltua, koska vaikutukset

¹⁰⁵ Ratan standardi 5.2b, s. 13.

¹⁰⁶ HHO 21.12.2006, Böök/Winsten, lainvoimainen.

¹⁰⁷ Parkkonen (2007), s. 51.

¹⁰⁸ Huovinen on arvioidessaan tiedonantovelvollisuuden olennaisuutta jakanut sen kahteen arviointiin: *Systeemi-arvioinnissa* hän tarkastelee olennaisuutta etukäteen sovittujen, ensi sijassa kvantitatiivisten kriteerien valossa. Laatu-arvioinnissa hän puolestaan katsoo tunnistettavan olennaisuuden laadullisia piirteitä ja vertaa niitä aiemmin tiedossa olleisiin seikkoihin. Ks. Huovinen (2004), s. 191.

¹⁰⁹ Ks. Häyrynen – Parkkonen (2006), s. 17.

arvopaperin arvoon tiedetään vasta päätöksen tai seikan tultua julki.¹¹⁰ Edellä mainitusta Ratan soveltamisohjeesta huomataan, että liikkeeseenlaskijalle jää tiedonantovelvollisuuden ennakoarviointiluonteesta johtuen arvioitavaksi:

1. päätöksen tai seikan mahdollinen *vaikutus* arvopaperin arvoon, ja
2. järkevän sijoittajan mahdollinen *suhtautuminen* kyseiseen päätökseen tai seikkaan.

Arvioon tiedon olennaisuudesta vaikuttaa se, mitä liikkeeseenlaskija on aiemmin raportoinut toiminnastaan. Jos yhtiö on aiemmin esimerkiksi julkistanut johonkin liiketoiminta-alueeseen liittyviä tavoitteitaan, on perusteltua raportoida myös näiden tavoitteiden saavuttamisesta tai vaikutusarvosta. Lisäksi päätöksen tai seikan olennaisuutta arvioitaessa voidaan yhtenä indikaattorina pitää sijoittajien ja muiden markkinoilla toimivien perinteistä reagointia samankaltaisiin julkistettuihin tietoihin. Mikäli kyseinen päätös tai seikka esimerkiksi muistuttaa olennaisilta osiltaan jotain aiemmin esiin tullutta tilannetta, voidaan katsoa perustelluksi, että yhtiö noudattaa aiemmin toteutunutta toimintatapaansa.¹¹¹

HHO:n 5.1.2007 antamassa tuomiossa arvioitiin tulosvaroituksen vaikutusta arvopaperin arvoon. Tuomioistuin totesi, että ”Tulosvaroitusta on yleensä omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon, koska tulosvaroituksen johdosta markkinoille tulee tietoa siitä, etteivät ennusteet *todennäköisesti* pidä paikkaansa.”¹¹²

HkäO:n 31.10.2007 antamassa tuomiossa¹¹³ arvioitiin yhtiön likviditeettiongelmien vaikutuksen olennaisuutta suhteessa arvopaperin arvoon. Siinä todettiin, että ”Likviditeettiongelmat ovat tyypillisiä kasvuyhtiöille, jotka sijoittavat tulevaisuuteen. -- Käräjäoikeuden arvion mukaan Yhtiön *likviditeettiongelmillä ei ole ollut olennaista vaikutusta* Yhtiön osakkeen arvoon. Osakkeen arvo teleoperaattorilla on muodostunut lähinnä asiakasmääristä ja sitä kautta odotettavissa olevasta liiketoiminnasta.”

Keskeinen seikka tiedonantovelvollisuudessa on sen pakottavuus. Siitä ei siis ole mahdollista poiketa sopimalla toisin esimerkiksi yrityskauppaneuvotteluissa, joissa vastapuoli mahdollisesti vaatii kauppahinnan tai muun vastaavan seikan salaamista tai tiedottamisen lykkäämistä. Kyseisenlainen lauseke saatetaan esimerkiksi sisällyttää itse kauppasopimukseen. Tällöin korostuu tiedottamisesta ja tiedottamisaikataulusta

¹¹⁰ Ratan standardi 5.2b, s. 13-14.

¹¹¹ Parkkonen (2007), s. 51.

¹¹² HKäo 5.7.2005, HHO 5.1.2007, Satama, lainvoimainen.

¹¹³ HKäO 31.10.2007, Jippii, ei-lainvoimainen.

sopiminen vastapuolen kanssa.

Tiedonantovelvollisuus voi syntyä myös tilanteissa, joissa kyse ei ole yksittäisestä päätöksestä tai seikasta vaan useammasta sellaisesta tapahtumasta, jotka yhdessä ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Rahoitustarkoitus korostaa suosituksessaan, että tiedonantovelvollisuuden yleisten tavoitteiden mukaisesti liikkeeseenlaskijan tulisi pyrkiä tiedottamisessaan antamaan sijoittajille myös *kokonaisuutena* arvioiden olennaiset ja riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi. Vastaavasti tietojen puutteellisuudella tai tiedotteeseen valittujen painotusten kautta ei saisi antaa sijoittajille kokonaisuuden kannalta harhaanjohtavaa kuvaa.¹¹⁴

Näyttää selvältä, että tiedon olennaisuuden merkitys on sängen tulkinnanvaraista ja jättää liikkeeseenlaskijalle huomattavasti harkintavaraa merkitykseltään vähäisempien päätöksien tai seikkojen markkinoille tiedottamisen suhteen. AML 2:7:n yleisluonteisuudesta johtuen monien liiketoimintapäätösten tiedottamisvelvollisuus jää tulkinnanvaraiseksi silloin, kun ne eivät sisälly pörssin sääntöihin ja sitovuuden puutteesta johtuen mahdollisesti myös silloin, kun ne sisältyvät rahoitustarkastuksen standarditason suosituksiin.

4.2.3 Entiset ”muun tiedonantovelvollisuuden” säännöt listayhtiöille

Ennen viimeaikaisia arvopaperimarkkinalain uudistuksia hahmotettiin säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rinnalle kolmas, niin sanottu ”muu tiedonantovelvollisuus”. Nykyään kokonaistiedonantovelvollisuus kuitenkin jaetaan enää säännölliseen ja jatkuvaan ja entiset ”muun tiedonantovelvollisuuden” piiriin kuuluneet säännökset katsotaan pääosin kuuluviksi jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Se osa yleisestä tiedonantovelvollisuudesta, minkä ei erikseen katsota kuuluvan säännölliseen, voidaan mieltää osaksi jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Luonnollisesti osa näistä säännöksistä perustuu esimerkiksi osakeyhtiölakiin tai kirjanpitolakiin, mutta sen lisäksi rahoitustarkastuksen standardit ja pörssin säännöt nimeävät toimenpiteitä ja tilanteita, joiden voidaan katsoa kuuluvan AML 2:7n alle ja tätä kautta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin.

¹¹⁴ Ratan standardi 5.2b, s. 14.

Pörssi asettaa listayhtiöille enimmäkseen yksittäisiä tiedonantovelvoitteita. Näistä voidaan johtaa tulkintaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisällöstä ottaen kuitenkin huomioon, että osa säännöistä on laintasoa tiukempia tai teknisluonteisia lisävaatimuksia. Kyseisillä pörssin säännöillä on tavoitteena varmistaa, että markkinoiden toimijoilla on mahdollisuus käyttää riittäviä ja oikeita tietoja sijoituspäätöksissään, jotka liittyvät pörssiarvopapereihin ja niiden liikkeeseenlaskijoihin. Rahoitustarkastukset standardit määrittävät myös joko sitovina tai suosituksina liikkeeseenlaskijoita.

Nykyinen kahtiajako säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen helpottaa huomattavasti kokonaisvelvollisuuksien hahmottamista ja systematisoimista, vaikka sen sisäistämiseksi tuleekin sääntelyä seuraamaan pyrkivän pitää mielessä eri instanssien antaman sääntelyn ja ohjeistuksen sitovuus

4.2.3.1 Osakepääomaan ja äänivaltaan liittyvät toimenpiteet

Pörssin sääntöjen kohdan 3.2.28 mukaan pörssiyhtiön on julkistettava yhtiön hallituksen yhtiökokoukselle seuraavista asioista tekemä esitys:

1. osakepääoman muuttaminen tai osakeannin toteuttaminen,
2. vaihtovelkakirjan, optio-oikeuksien tai muun osakkeisiin oikeuttavan erityisen oikeuden liikkeeseen laskeminen,
3. edellä mainittuihin liittyvä valtuutus, ja
4. edellä 1. ja 2. kohdissa mainittuihin liittyvä yhden tilintarkastajan lausunto, mikäli se on kokonaisuuden kannalta merkittävä.

Lisäksi on julkistettava yhtiökokouksen päätös yllä olevien käsiteltyjen kohtien osalta ja se, että yhtiön hallitus päättää käyttää 3. kohdassa mainittua valtuutta.

Osakkeiden merkintään liittyvien oikeuksien osalta tulee viimeistään merkintäajan alkaessa julkistaa mahdollinen saatu sitoumus osakkeiden, vaihtovelkakirjan, optio-oikeuksien tai muun osakkeisiin oikeuttavan erityisen oikeuden merkinnästä, mikäli sellainen on ollut tiedossa ennen merkintäajan alkamista. Myös merkintäajan alkamisen jälkeen saatu sitoumus on julkistettava. Sitoumuksen perusteella tehty merkintä on julkistettava merkinnän tapahduttua ja lisäksi on tiedotettava mahdollisten

merkitsemättömien osakkeiden tarjoaminen.¹¹⁵

Jatkuvuuden korostamista kuvaa tiukka velvollisuus julkistaa myös merkintäaikana annettavat tiedot osakkeiden tai niihin oikeuttavan erityisen oikeuden merkinnän edistymisestä.

Merkintäajan jälkeen on julkistettava tieto siitä, kuinka monta osaketta on merkitty. Lisäksi on tiedotettava kenen merkittäväksi mahdollisesti merkitsemättä jätetyt osakkeet on annettu. Samoin tulee kertoa maksettujen osakkeiden määrä ja tieto siitä, mikä on merkittyjen maksamatta jääneiden osakkeiden kohtalo. Myös merkintäajan alkamisen jälkeen saatu edellä mainittu sitoumus osakkeiden merkitsemisestä on julkistettava. Ajantasaisuutta ja jatkuvuutta pörssi korostaa vielä velvoittamalla liikkeeseenlaskijan ilmoittamaan vaihtovelkakirjan tai optio-oikeuden nojalla kalenterikuukauden aikana tehdyistä osakemerkinnöistä.¹¹⁶

Osakkeiden ja niihin sidonnaisten oikeuksien tiedottamisvelvollisuus ei jätä merkittävää harkintavaraa listayhtiölle. Käsittelemäni merkintään liittyvät säännöt voidaan todeta luonteeltaan yksiselitteisiksi ja selkeiksi, mikä on luonnollinen edellytys, koska kyseessä on osakeyhtiön keskeinen ominaisuus, osakkeisiin perustuvan omistuksen ja vallankäyttömahdollisuuksien jakautuminen.

Julkistettavaksi on määrätty myös tieto hallituksen päätöksestä laskea liikkeelle velkakirjoja tai -sitoumuksia, jotka tullaan hakemaan myöhemmin pörssilistalle. Tavanomaista varainhankintaa koskevat toimenpiteet on kuitenkin rajattu säännön ulkopuolelle. Lisäksi on julkistettava päätös pääomallainan ottamisesta kuten myös osakassopimus, jossa rajoitetaan äänivallan käyttöä tai osakkeiden luovuttamista sekä markkinatakaussopimus.¹¹⁷

4.2.3.2 Yhtiökokousasioita

Kattavaa läpinäkyvyyttä ja selkeyttä toteuttaa pörssin sääntöjen kohta 5.2.3.2., jonka mukaan kaikki hallituksen yhtiökokoukselle tekemät esitykset ja päätökset on tiedotettava. Erikseen on vielä tarkennettu tiettyjen OYL:sta suoraan seuraavien päätösehdotusten julkistamista.

¹¹⁵ Pörssin säännöt, kohta 3.2.32.

¹¹⁶ Pörssin säännöt, kohdat 3.2.33–3.2.35.

¹¹⁷ Pörssin säännöt, kohdat 3.2.65, 3.2.39–3.2.41 ja 3.2.63.

Ehdotus osingonjaosta on julkistettava, kun siitä on tehty päätös hallituksessa. Yhtiöjärjestyksen muuttamista koskevat esitykset on myös tiedotettava ja tilinpäätöksen¹¹⁸ yhteydessä annettava tilintarkastuskertomus tulee julkistaa *välittömästi* silloin, kun se ei ole vakiomuotoinen tai sisältää tilintarkastajan huomautuksia.¹¹⁹

Yhtiön johdon muutoksista on julkistettava niitä, jotka kuuluvat yhtiökokouksen päätösvaltaan. Kyseeseen tulevat henkilömuutokset, jotka koskevat yhtiön hallintoneuvostoa, hallitusta, toimitusjohtajaa ja varatoimitusjohtajaa sekä tilintarkastajia. Mikäli pörssi-yhtiön konserniin kuuluvassa tytäryhtiössä tapahtuu vastaavia vaihdoksia, tulee myös niistä säännön 3.2.27 mukaan tiedottaa.

4.2.3.3 Omien osakkeiden hankkiminen

AML 2:10a:n mukaan osakeyhtiön on ilmoitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle omilla osakkeillaan tekemänsä kaupat. Ilmoitus on tehtävä viipymättä ja viimeistään ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua. Ilmoituksesta on käytävä ilmi osakemäärät ja hinnat osakelajeittain eriteltyinä.

Omien osakkeiden lunastamiseen liittyen tulee listayhtiön pörssin sääntöjen mukaan julkaista tiedot päätöksestä ryhtyä lunastukseen ehtoineen kokonaisuudessaan. Yhtiöjärjestysmääräyksen nojalla tehtävästä lunastuksesta annettavia tietoja ovat lunastettavien osakkeiden (kaikki kuluvan ja edellisen tilikauden aikana lunastetut) laji, määrä ja hinta sekä merkittävien lunastusten kohdalla kyseinen osakkeenomistaja.¹²⁰

Vastaavasti kuin yhtiöjärjestysmääräykseen liittyvän lunastuksen kohdalla tulee pörssin sääntöjen mukaan myös yhtiökokoukselle tehtävät omien osakkeiden hankkimista tai yhtiön itselleen suuntaamaa maksutonta osakeantia, omien osakkeiden luovuttamista sekä niihin liittyviä valtuuksia koskevat esitykset julkistaa. Loogisesti myös asian käsittelyn jälkeen tulee julkistaa yhtiökokouksen päätökset ja tieto mahdollisten valtuuksien käyttämisestä.

Rahoitustarkastuksen antaman sitovan normin¹²¹ mukaan julkisen kaupankäynnin

¹¹⁸ Säännökset itse tilinpäätöksen julkistamisesta kuuluvat säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen, ks. Luku 4.

¹¹⁹ Pörssin säännöt, kohdat 3.2.21–3.2.26.

¹²⁰ Arvopaperipörssin säännöt, kohta 3.2.32: Osakkeenomistajan nimi on ilmoitettava aina, mikäli lunastuksen kohteena olevien osakkeiden osuus äänimäärästä tai osakepääomasta on vähintään yksi prosentti tai mikäli siihen on jokin muu erityinen syy.

¹²¹ Ratan standardi 5.2b, s. 30.

järjestäjän (pörssi) on julkistettava ilmoitukset omien osakkeiden hankinnasta internetsivuillaan ilman aiheetonta viivytystä. Kaupankäynnin järjestäjän on toimitettava ilmoitukset myös tiedotevarastoon yhtiökohtaisesti. Soveltamisohjeena Rata tarkoittaa, että koska omien osakkeiden hankintaa koskeva julkistamisvelvoite on nimenomaan julkisen kaupankäynnin järjestäjällä, liikkeeseenlaskijan ei tarvitse julkistaa tehtyjä kauppvoja erikseen.¹²²

Omien osakkeiden hankkimisen voidaan itse asiassa katsoa olevan tietyssä mielessä pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuden rajapinnalla, koska siinä yhdistyvät listayhtiön ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuudet. Listayhtiöllä on kuitenkin vielä velvollisuus ilmoittaa tietyt tietoonsa tulleet muiden osakkeenomistajien kuin itsensä omistuksissa tapahtuneet muutokset kuten seuraavassa käy ilmi.

4.2.3.4 Listayhtiön liputusvelvollisuus

AML:ssa säännelty liputusvelvollisuus koskee osakkeenomistajan omistusosuutta pörssiyhtiössä. Omistusosuustiedoista, joita liputusvelvollisuuden kautta saadaan, saatetaan saada merkittävää markkinainformaatiota. Tällaisia ovat tiedot yhtiön omistusrakenteen kehityksestä pitemmän ajan kuluessa sekä osakkeiden markkinatilanteessa tapahtuvat merkittävät äkilliset muutokset. Ulkomaisen omistuksen ja sitä kautta hallintarekisteröinnin lisääntyminen korostaa liputussäännösten merkitystä.¹²³

4.2.3.4.1 Yksittäisen omistus- tai ääniosuuden muutostiedon julkistaminen

Liputussäännöstö jakautuu kahteen osaan, osakkeenomistajan ja kohdeyhtiön liputusvelvollisuuteen, joista jälkimmäistä käsitellään tässä. Osakkeenomistajan tulee tehdä kohdeyhtiölle ilmoitus omistumääränsä muutoksesta liputusrajojen¹²⁴ yli tai ali, jonka jälkeen AML 2:10 mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakkeen tai siihen rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on tiedon siitä saadessaan ilman

¹²² Ratan standardi 5.2b, s. 30

¹²³ Karjalainen – Laurila – Parkkonen (2005), s. 155-156 ja Parkkonen s. 86.

¹²⁴ Osakkeenomistajan liputusrajat ovat 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % ja 66,6 % yhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä, jonka osake on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

aiheetonta viivytystä julkistettava tieto sekä toimitettava se julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin järjestäjälle ja keskeisille tiedotusvälineille. Ratan soveltamisohjeen mukaan tiedon saamistavalla ei ole merkitystä, vaan tiedon julkistamisvelvollisuus syntyy aina, vaikka osakkeenomistaja tai häneen rinnastettava henkilö ei olisi sitä ilmoittanutkaan. Tällöin tiedolta vaaditaan kuitenkin varmuutta.

Standardi 5.2b:ssä todetaan soveltamisohjeena, että julkistaminen ilman *aiheetonta viivytystä* edellyttää yleensä tiedon julkistamista viimeistään seuraavana kaupankäyntipäivänä ennen kaupankäynnin alkamista. Poikkeuksellisina perusteina, joiden vuoksi kohdeyhtiö voi viivästyttää ilmoituksen julkistamista, mainitaan ilmoitettujen tietojen mahdollinen varmistamis- tai täydentämistarve. Silloinkaan julkistamista ei ole perusteltua viivästyttää enempää kuin tietojen oikeellisuuden varmistaminen vaatii.¹²⁵ *Parkkosen* mukaan käytännössä tilanteet, joissa osakkeenomistaja ei reagoi oman omistusosuutensa muuttumiseen, ovat harvinaisia. Tavallisesti yhtiöt keskustelevat asiasta osakkeenomistajan kanssa ja huomauttavat ilmoitusvelvollisuudesta.¹²⁶

Avoimuusdirektiivin 12 artikla edellyttää osakkeenomistajalta liputusilmoituksen tekemistä viimeistään neljännen kaupankäyntipäivän kuluessa ja liikkeeseenlaskijalta ilmoituksen julkistamista viimeistään kolmen kaupankäyntipäivän kuluessa. Suomessa vaaditaan ilmoitusten julkistamista siis avoimuusdirektiivin vaatimusta nopeammin.

Valtiovarainministeriön liputusVMA:n¹²⁷ 6 §:n 1 momentin mukaan AML:n omistusosuuden julkistamisen yhteydessä on annettava kaikki liputusVMA:n 5 §:ssä tarkoitetut tiedot, sikäli kuin ne ovat yhtiön tiedossa. Jos liputusilmoituksessa on näiden tietojen lisäksi annettu muita tietoja, tulee nekin antaa julkistamisen yhteydessä. Julkistamisen yhteydessä on myös mainittava, mikäli liikkeeseenlaskijan tiedossa ei ole kaikkia kyseisiä tietoja.

LiputusVMA:n 5 §:n mukaan annettavia tai puuttuvia tietoja, joista tulee mainita, ovat seuraavat:

1. kyseessä olevan yhtiön täydellinen nimi,
2. peruste, miksi liputusilmoitus tehdään,
3. ajankohta, jolloin omistusosuus on saavuttanut tai ylittänyt taikka vähentynyt

¹²⁵ Ratan standardi 5.2b, s. 42.

¹²⁶ Ks. Parkkonen s. 86.

¹²⁷ Valtiovarainministeriön asetus 154/2007 liputusvelvollisuudesta ja omistusosuuksien ilmoittamisen ja julkistamisen yhteydessä annettavista tiedoista (LiputusVMA).

- alle jonkin liputusrajan,
4. osakelajikohtaisesti tarkka osuus sekä suoraan että välillisesti hallittujen yhtiön osakkeiden lukumäärästä ja äänimäärästä (lukuun ottamatta kun osuus vähenee alle kahdeskymmenesosan rajan), ja
 5. osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaan rinnastettavan henkilön täydellinen nimi ja kaupparekisterinumero tai muu rekisteritunnus taikka vastaava ulkomainen rekisteritunnus,
 6. osakkeenomistajan omistusosuuteen arvopaperimarkkinalain luettavien osakkeiden omistajan täydellinen nimi ja kaupparekisterinumero tai muu rekisteritunnus taikka vastaava ulkomainen rekisteritunnus sekä peruste siihen, että näiden osakkeet luetaan osakkeenomistajan omistusosuuteen,
 7. kuinka omistusosuus jakautuu 5 ja 6 kohdassa mainittujen henkilöiden kesken
 8. niiden määräysvallassa olevien yritysten ketju, joiden kautta osakkeita ja äänioikeuksia hallitaan, ja
 9. edellä 1—8 kohdassa tarkoitettujen tietojen lisäksi sellaisen sopimuksen tai muun järjestelyn olennainen sisältö, osapuolet ja voimassaoloaika, jossa osakkeenomistaja tai osakkeenomistajaan rinnastettava henkilö on osapuolena ja joka toteutuessaan johtaa siihen, että omistusosuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle jonkin liputusrajan.

Rahoitustarkastuksen mukaan kohdeyhtiöllä on velvollisuus täydentää tarvittaessa osakkeenomistajan tai osakkeenomistajaan rinnastettavan henkilön puutteellista liputusilmoitusta, jos se on mahdollista ilman kohtuutonta viivästystä tai hankaluutta. Tällöin tulee ilmoituksessa mainita, mitkä tiedot ovat kohdeyhtiön omia täydennyksiä.¹²⁸ Säännös koskee sekä suomalaista että ulkomaalaista yhtiötä, jonka osake on julkisenkaupankäynnin kohteena Suomessa.¹²⁹

Avoimuusdirektiivin 9 artiklan 1 kohdan mukaan osakkeenomistajan on ilmoitettava liikkeeseenlaskijalle, jos hän hankkii tai luovuttaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi otettuja äänioikeuden tuottavia osakkeita siten, että kyseinen omistusosuus saavuttaa, ylittää tai alittaa avoimuusdirektiivissä asetetut rajat. Voimassa olevassa sääntelyssä liputusta on edellytetty sekä äänimäärän että osakepääoman osalta, joten Suomessa

¹²⁸ Ratan standardi 5.2b, s. 42.

¹²⁹ Avoimuusdirektiivissä säädetään lisäksi poikkeuksista liputusvelvollisuuteen. Nämä vaatimukset olivat uusia Suomen lainsäädäntöön ja ne on implementoitu LiputusVMA:n 2 §:än.

vaaditaan tiukempaa tietojen antamista omistusosuuksien hankinnasta.¹³⁰

4.2.3.4.2 Muutokset yhtiön osakkeiden kokonais- tai äänimäärässä

AML 2:10.2:ssa säädetään, että osakkeen tai siihen rinnastettavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava osakekannan tuottama äänimäärä ja osakkeiden kokonaismäärä kunkin sellaisen kalenterikuukauden lopussa, jonka aikana kyseinen määrä on muuttunut, jollei määrää ole julkistettu jo kalenterikuukauden aikana. Säännös lisättiin kansalliseen lainsäädäntöön avoimuusdirektiivin seurauksena.¹³¹ Käytännössä ilmoittaminen toteutetaan juoksevasti pörssin sääntöjenkin perusteella.

Koska LiputusVMA:n mukaan omistus- ja ääniosuus lasketaan suhteessa kaupparekisteriin merkittyyn osakkeiden lukumäärään ja äänimäärään, joka liittyy näihin osakkeisiin, ei omien osakkeiden hankkiminen tai luovuttaminen synnytä yhtiölle velvollisuutta julkistaa muutoksia osakekannan tuottamassa äänimäärässä. Omien osakkeiden hankinnasta on kuitenkin AML 2:10a:n mukaisesti ilmoitettava julkisen kaupankäynnin järjestäjälle. Lisäksi yhtiölle syntyy liputusrajojen rikkoutuessa liputusvelvollisuus omien osakkeiden hankinnasta tai luovutuksesta.

Rata toteaa esimerkinomaisesti, että mikäli listayhtiö julkistaa uusien osakkeiden kaupparekisterimerkintää koskevan tiedotteen yhteydessä osakesarjoittain tiedot osakkeiden kokonaismäärästä ja niihin liittyvästä äänimäärästä, ei erillistä tiedotetta kalenterikuukauden lopussa edellytetä. Vastaavasti tulee toimia kun mitätöidessä yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.¹³²

4.2.3.5 Liiketoiminta, kumppanuusasiat ja yhtiömuoto

Merkittävä päätös liiketoiminnan uudelleensuuntaamisesta on luonnollisesti säädetty julkistettavaksi yhtiöjärjestyksen muuttamisen ohella, koska muuten esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä määritelty liiketoiminta-ala saattaisi poiketa käytännössä toteutuvasta liiketoiminnasta sijoittajaa hämäten. Samoin tieto yhteistoimintasopimuksesta toisen yhtiön kanssa tulee julkistaa, mikäli se voidaan

¹³⁰ HE 174/2006, s. 14.

¹³¹ Avoimuusdirektiivi, artikla 15.

katsoa huomattavaksi, kuten myös tiedot mahdollisista yhteistoimintaan liittyvistä osakeomistusmuutoksia koskevista suunnitelmista, joihin liittyy markkinoille liikkeeseen laskettuja osakkeita, vaihtovelkakirjoja tai optio-oikeuksia.

Julkistettavaksi on määrätty myös oikeudenkäynnin vireilletulo ja sellainen tuomioistuimen tai viranomaisen päätös tai toimenpidekielto, jonka voidaan katsoa olevan omiaan vaikuttamaan olennaisesti osakkeen arvoon.¹³³

Yhtiömuodon muutokset ovat oikeudellisen toimintamuodon lisäksi yleensä myös merkittävästi osakkeen arvoon vaikuttavia ja on selvää, että niistä tulee tiedottaa markkinoille. Kyseeseen tulevat hallituksen esitykset ja yhtiökokouksen päätökset sulautumisesta toiseen yhtiöön ja jakautumisesta sekä konsernin osalta vastaavat muutokset koskien merkittäviä¹³⁴ tytäryhtiöitä. Sulautuspäätös julkistetaan myös silloin, kun se koskee toisen yhtiön sulauttamista pörssiyhtiöön tai sen konserniin kuuluvaan yritykseen, mikäli sulautuva yhtiö katsotaan merkittäväksi. Tällöin sulautuvasta yhtiöstä on annettava kuvaus, josta käy ilmi yhtiön keskeinen liiketoiminta, tuloskehitys ja taloudellinen asema. Kuvausta ei siis tarvitse julkistaa, mikäli listayhtiöön tai sen konserniin kuuluvaan tytäryhtiöön sulautuu niin sanottu ei-merkittäväksi katsottava yhtiö.

Pörssiyhtiöiden välinen sulautuminen laukaisee velvollisuuden laatia ja julkistaa AML 2:3:n mukainen (soveltuvin osin) sulautumisesite yleisön saataville. Myös jakautuvan pörssiyhtiön on viimeistään viikkoa ennen jakautumisesta päättävää yhtiökokousta asetettava yleisön saataville AML:n mukainen esite jakautumisesta. Lopuksi on vielä tiedotettava sulautumisen ja jakautumisen voimaantulosta.¹³⁵

Yrityssaneerausmenettelyyn hakeutumista koskevasta päätöksestä tulee julkistaa tieto yrityksen saneerauksesta annetun lain säännösten lisäksi pörssin sääntöjen perusteella. Samoin konkurssista tai selvitystilasta tulee tiedottaa konkurssilain lisäksi pörssin sääntöjen perusteella. Lisäksi pörssin säännön 3.2.61 mukaan listayhtiön on julkistettava tieto sitä koskevista saneerausta, selvitystilaa ja konkurssia koskevista tuomioistuimen päätöksistä. Vastaavat tiedot on annettava myös listayhtiön konsernin merkittävän tytäryhtiön tuntomerkit täyttävien yhtiöiden osalta. Käytännössä tämä siis

¹³² Ratan standardi 5.2b, s. 43.

¹³³ Pörssin säännöt, kohdat 3.2.56, 3.2.48–3.2.49 ja 3.2.64.

¹³⁴ Pörssin säännöt, kohta 3.2.4: Pörssiyhtiön tytäryritystä on aina pidettävä merkittävänä, kun viimeksi vahvistetun tilinpäätöksen perusteella sen liikevaihto tai taseen loppusumma ylittää 20 % pörssiyhtiön konsernin vastaavasta erästä.

¹³⁵ Pörssin säännöt, kohdat 3.2.57–3.2.60 ja 3.2.62.

johtaa laajempiin tiedonantovelvoitteisiin listayhtiöissä kuin tavallisissa yhtiöissä edellä mainituissa tilanteissa, koska jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvät velvollisuudet on huomioitava suoraan insolvenssitoimenpiteisiin liittyvien lakien ohella. Kyseisten säännöksiä voidaan katsoa kuvaavan parhaiten vaatimusta kattavasta tiedonannosta, koska tiedot insolvenssimenettelyistä tulevat kuitenkin konkurssilain kuulusvelvollisuuksien kautta markkinoille.

4.3 Tiedon julkistaminen

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin mukaan listayhtiön tulee pyrkiä tiedottamaan arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista päätöksistä ja seikoista mahdollisimman nopeasti.¹³⁶ Tämä pohjautuu yhteen keskeisimpään tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tavoitteeseen: sijoittajien tasapuoliseen ja samanaikaiseen mahdollisuuteen saada tietoa. Vastaavasti tämä velvollisuus on sisällytetty AML 2:7:ään, jonka mukaan liikkeeseenlaskijan tekemä päätös on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä sen tekemisen jälkeen.

Avoimuusdirektiivissä taas määrätään, että liikkeeseenlaskijan on julkistettava tiedot tavalla, joka mahdollistaa niiden tehokkaan ja nopean saannin ketään syrjimättä. Direktiivissä tietojen julkistaminen, saatavilla pito ja toimittaminen viranomaiselle erotetaan toisistaan.¹³⁷

Julkistettavilla tiedoilla tarkoitetaan kaikkia säännölliseen tai jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvia tietoja, joita liikkeeseenlaskijan on julkistettava AML:n ja sen nojalla annettujen valtiovarainministeriön asetusten perusteella. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden eri osa-alueita koskevia erityissäännöksiä on käsitelty tämän tutkielman toisen luvun nimenomaisissa alakappaleissa ja niitä tulee soveltaa tässä luvussa käsiteltyjen yleisten julkistamissäännösten ohella.

Julkistettavien tietojen jakelun osalta avoimuusdirektiivi korostaa liikkeeseenlaskijan velvollisuutta huolehtia tietojen jakelusta tiedotusvälineille siten, että varmistetaan tietojen leviäminen mahdollisimman laajasti kotivaltiossa ja mahdollisuuksien mukaan myös Euroopan laajuisesti.¹³⁸

¹³⁶ Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi, 6. artikla, L96/21.

¹³⁷ Avoimuusdirektiivi, 21 artikla, L390/52.

¹³⁸ Avoimuusdirektiivi, 21 artikla, L390/52.

Avoimuusdirektiivissä yhteisön jäsenvaltiot velvoitetaan järjestämään julkistettujen tietojen keskitetty varastointi. Tavoitteena on Euroopan laajuisen sijoittajia palvelevan tiedotevarastojen verkon rakentaminen. Suomessa pörssi ylläpitää direktiivin mukaista kansallista tiedotevarastoa.

Rahoitustarkastuksen mukaan lain velvoite toimittaa sille julkistettavat tiedot täyttyy, kun liikkeeseenlaskija toimittaa tiedot pörssin ylläpitämään tiedotevarastoon, josta Rahoitustarkastus saa ne käyttöönsä.¹³⁹

4.3.1 Julkistamisvelvollisuuden syntyminen – ”ilman aiheetonta viivytystä”

Yleissäännön mukaan valmisteltavana olevia asioita ei yleensä tarvitse julkistaa. Päätösten julkistamisvelvollisuus syntyy vasta niiden nimenomaisen tekemisen jälkeen, jonka osoittaminen ei yleensä tuota ongelmia. Kyseeseen saattaa tulla hallituksen tai toimitusjohtajan päätös normaaliin operatiiviseen liiketoimintaan liittyen kuten myös merkittävämpi sisäinen uudelleenjärjestely tai liiketoiminta- tai yrityskauppa.¹⁴⁰

Koska markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 6 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiiritieto on julkistettava mahdollisimman nopeasti, voi julkistamisvelvollisuus edellyttää päätöksen julkistamista, mikäli päätös on asiallisesti tehty, vaikka sitä ei olisikaan vielä esimerkiksi muodollisesti hyväksytty.¹⁴¹ Päätöksen julkistamista ei saa lykätä muodollisin perustein.

Hankalampi määritettävä on tietyissä tapauksissa se ajankohta, jolloin asia on tullut yhtiön tietoon. Osakeyhtiölain mukaan lähdetään yleensä siitä, että asia on yhtiön tiedossa, kun siitä tietää toimitusjohtaja tai yksi hallituksen jäsen. Yksittäinen tapahtuma tai ajankohta on vielä usein helposti määritettävissä. Esimerkiksi projektin tulouttamisen lykkääminen ja tilauksen saaminen tai menettäminen ovat selkeitä asioita ajankohtansa suhteen ja niiden tiedottamiseen tuleekin reagoida nopeasti.

Käytännössä on kuitenkin ongelmallisempaa arvioida, ylittääkö asia merkittävyydellään tiedottamisvaatimuksen riman. Tasaisessa asiantilan kehityksessä saattaa olla vaikeaa arvioida, milloin tiedottamisen velvollisuus täyttyy. Kyseeseen saattaa tulla esimerkiksi kustannusten noususta tai kysynnän laskusta johtuva tuloksen

¹³⁹ Ratan standardi 5.2b, s. 26.

¹⁴⁰ Parkkonen (2007), s. 54.

¹⁴¹ HE 137/2004, s. 52.

heikkeneminen julkisesti odotetusta, ja sen arvioiminen, milloin tulosvaroitus on markkinoille annettava.¹⁴²

Arvopaperimarkkinalaki vaatii tiedon julkistamista ilman *aiheetonta* viivytystä. Aiheettomuuden arvioimisessa on luonnollisesti useita eri tilanteita ja huomioonotettavia näkökulmia.

Ratan¹⁴³ standardin mukaan aiheellinen viivytys julkistamisessa voi olla esimerkiksi tiedon todenperäisyyden varmistaminen. Tämä on katsottu hyväksyttäväksi myös oikeuskäytännössä: Lainvoimaisessa HHO:n 5.1.2007 antamassa tuomiossa, jossa oli valitettu HKäO:n 5.7.2005 antamasta tuomiosta (yhdessä myöhemmin ”Satama”) todettiin seuraavaa: ”Dallasista saadut luvut oli vielä tarkistettava ja arvioitava niiden vaikutus koko konsernin tulokseen.” Toimitusjohtajan saatua tiedon Dallasin luvuista ”tietoja on tarkistettu ja analysoitu sellaisella tavalla, jonka johdosta yhtiön tuloksesta tiedottamisen on katsottava viivästyneen aiheellisesti”.

Tiedottamisen aiheelliseksi lykkäämiseksi kelpasi toisessa tapauksessa yhtiön tilausmäärän perusteiden selvitystoimet, kun HKäO:n 21.1.2008 antamassa tuomiossa¹⁴⁴ todettiin seuraavaa: ”...vastaajilla on ollut perusteltu syy selvittää, oliko joulukuun puolivälissä tapahtuneessa Nokian tilausmäärän jyrkässä laskussa ollut kysymys tavanomaisesta vuodenvaihteeseen ajoittuvasta kausivaihtelusta vai pysyvämmästä muutoksesta.”

HHO:n 5.7.2007 tuomiosta¹⁴⁵ käy ilmi, minkälaisissa olosuhteissa tuomioistuimien ei hyväksynyt tiedottamisen lykkäämistä: ”Yhtiön johdon on viimeistään helmikuun 2000 sisäisen laskennan raportin valmistumisen 20.3.2000 jälkeen täytynyt tietää, että kulumassa olleen tilikauden kolmen ensimmäisen kvartaalin tulos tulee olennaisesti poikkeamaan yhtiön aiemmin 2.2.2000 tiedottamasta tuloksen pysymisestä positiivisena. -- Yhtiön aiemmin ennustama tuloksen pysyminen positiivisena myös kulumassa olleen tilikauden loppupuolella on siten yhtiön johdon tieteen viimeistään tässä vaiheessa muuttunut ilmeisen epätodennäköiseksi saavuttaa... -- Raportin tietojen tarkistamiseen enemmän ei ole enää ollut aihetta.”

Yksittäisessä tilanteessa voi olla myös välttämätöntä, että tiedotettava asia käsitellään

¹⁴² Parkkonen (2007), s. 54.

¹⁴³ Ratan standardi 5.2b, s. 15.

¹⁴⁴ HKäO 21.1.2008 Scanfil, ei-lainvoimainen.

¹⁴⁵ HHO 5.7.2007 TJ Group, ei-lainvoimainen.

liikkeeseenlaskijan hallituksessa. Ratan soveltamisesimerkistä¹⁴⁶ voidaan kuitenkin päätellä, että kyseisenlainen käsittely pitäisi järjestää esimerkiksi puhelinkokouksena eikä lykätä tiedottamista perinteisen kokouksen järjestämiseen vedoten. Myös normaalit tiedottamisen valmisteluprosessit, esimerkiksi tiedotteen kieliasun muotoileminen ja yksityiskohtien tarkastaminen katsotaan aiheellisiksi viivytyksiksi, mutta niiden osalta aikatauluvaatimus on suhteellisen tiukka ja sitä mitattaneen tunneissa.

Käytännössä merkittävän toimenpiteen toteuttamistapoja on kaksi:

1. Yhtiön johdon valtuuttaminen allekirjoittamaan toimenpide (jonka jälkeen välitön tiedotus), tai
2. yhtiön johto allekirjoittaa sopimuksen, joka vaatii vielä hallituksen hyväksynnän (tiedotus välittömästi hallituksen kokouksen jälkeen).

Tukea kyseiselle lykkäysperusteelle saadaan myös oikeuskäytännöstä: HKäo:n 31.10.2007 antamassa tuomiossa¹⁴⁷ todettiin, että ”Yhtiön *tuloksen konsolidointi oli hallituksen kokouspäivänä ollut vielä kesken*. Kun tulosvaroitus on annettu seuraavana päivänä eli 15.8.2001, tuloksen julkaisemisessa ei ole aiheettomasti viivytelty, kun otetaan huomioon, että *julkistettavien tietojen todenperäisyys on tullut ensin varmistaa.*”

Hallituksen esityksen¹⁴⁸ mukaan AML 2:7 voi edellyttää, että liikkeeseenlaskija ryhtyy valmistelemaan tietojen julkistamista heti, kun julkistettava seikka on tullut sen tietoon. Sen mukaan säännös voi edellyttää esimerkiksi jo riittävän yksityiskohtaisen ja luotettavan esi- tai aiesopimuksen julkistamista, koska ennen julkistamista valmisteilla oleva päätös voi olla sisäpiiritietoa. Päätökset, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon, on aina julkistettava. Näin ollen liikkeeseenlaskija ei voi esimerkiksi sopia vastapuolena olevan liikekumppanin kanssa liiketoimen salassa pitämisestä.

Rahoitustarkastuksen standardissa otetaan lähtökohdaksi, että ajantasaisuusvaatimus merkitsee esimerkiksi yrityskauppojen kohdalla velvollisuutta laatia tiedottamissuunnitelma ja tiedotusluonnokset jo neuvottelujen ollessa käynnissä. Sen soveltamisohjeen mukaan esi- tai aiesopimuksen julkistamisen tarvetta arvioidaan siitä näkökulmasta, miten tarkasti sopimuksen olennaiset osat ja ehdot on määritelty tai sovittu ja miten todennäköistä on lopullisen sopimuksen syntyminen. Muu menettely saattaa olla selkeästi katsottavissa aiheettomaksi viivytykseksi.

¹⁴⁶ Ratan standardi 5.2b, s. 15.

¹⁴⁷ HKäO 31.10.2007, Jippii, ei-lainvoimainen.

¹⁴⁸ HE 137/2004, s. 59.

Oikeus tiedon julkistamisen lykkäämiseen on joskus tarkoituksen- ja lainmukainen. Tällöin se täytyy kuitenkin erottaa aiheellisesta tai aiheettomasta viivytyksestä.

4.3.1.1 Menettelytavat tietojen julkistamisessa

Avoimuusdirektiivin täytäntöönpanodirektiivin 12 artiklan mukaan tietojen julkistamisella tarkoitetaan niiden toimittamista muokkaamattomina ja lyhentämättöminä tiedotusvälineille.¹⁴⁹ AML:n mukaan julkistettavat tiedot on toimitettava samanaikaisesti myös julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ja sitä kautta sen ylläpitämään tiedotevarastoon.¹⁵⁰ Direktiivin kansallisen vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän, kun tiedote toimitetaan keskeisille tiedotusvälineille Suomessa.¹⁵¹

Pörssin Kurinpitolautakunta, päätös 18.6.2004

Ennakoilmoituksen mukaan yhtiön tilinpäätöstiedote oli tarkoitus julkistaa 25.2.2004 klo 10, mutta se tuli yhtiön käyttämän ulkopuolisen tiedotepalvelun välityksellä julki jo 24.2.2004 klo 15.55. Kun asia havaittiin, tiedote poistettiin ulkopuolisen sivuilta ja kaupankäynti yhtiön osakkeella Helsingin Pörssin päällystämällä keskeytettiin välittömästi. Yhtiö julkisti tiedotteen pörssin kautta kello 16.57.

Kurinpitolautakunta totesi, että virheellisen menettelyn seurauksena kaikilla markkinoilla toimivilla ei ole ollut samanaikaisesti käytettävissään oikeita ja riittäviä tietoja yhtiön osakkeen arvon määrittämiseksi ja, että yhtiö vastaa myös tiedottamisessa käyttämiensä ulkopuolisten tahojen menettelystä.

Seuraamusta harkitessaan kurinpitolautakunta otti huomioon rikkomuksen laadun ohella sen, ettei yhtiön menettelyssä ole havaittu tahallisuutta. Lopputulokseen vaikutti myös se, että yhtiö on järjestänyt uudelleen tiedonantomenettelynsä. Kurinpitolautakunta antoi yhtiölle muistutuksen.

Pörssiyhtiön tulee avoimuusdirektiivin mukaisesti käyttää tiedotuskanavaa, jonka voidaan kohtuudella olettaa levittävän tiedot tehokkaasti yhteisössä.¹⁵² Ratan soveltamisohjeen mukaan Euroopan laajuisen jakelun vaatimuksen voidaan katsoa

¹⁴⁹ Komission direktiivi 2007/14/EY, annettu 8 päivänä maaliskuuta 2007, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä, 12 artikla, s. L69/33.

¹⁵⁰ Ks. AML 2:6 c, AML 2:7 ja AML 2:10 c.

¹⁵¹ Ratan standardi 5.2b, s. 26.

puolestaan täyttyvän, kun julkistettavat tiedot toimitetaan myös kansainvälisille taloustiedon välittämiseen erikoistuneille uutistoimistoille.

AML 2:7:n perusteella julkistettavissa tiedotteista voidaan käyttää yleisnimikettä pörssitiedote.¹⁵³

Tietojen julkistaminen muokkaamattomina ja lyhentämättöminä merkitsee Ratan mukaan sitä, että julkistettava tiedote on tiedotteen teknisistä ominaisuuksista riippumatta tiedostomuodoltaan yhtenäinen kokonaisuus. Tiedotteen osan korvaaminen esimerkiksi hyperlinkillä tai liitetiedostolla ei täytä vaatimusta tiedotteen julkistamisesta muokkaamattomana ja lyhentämättömänä.¹⁵⁴ Pörssiyhtiö voi käyttää jakelussaan ulkopuolista palveluntarjoajaa, mutta kantaa silloinkin vastuun tiedotteiden jakelusta.¹⁵⁵

Valtiovarainministeriön asetuksessa säädetään, että silloin kun suomalaisen liikkeeseenlaskijan arvopaperi on otettu julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi ainoastaan yhdessä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, muttei Suomessa, tietojen julkistamismenettelyssä on noudatettava kyseisen valtion säännöksiä.¹⁵⁶ Julkistetut tiedot on myös tällöin toimitettava suomalaiseen tiedotevarastoon.¹⁵⁷

4.3.1.2 Tasapuolinen julkistaminen

Jos liikkeeseenlaskija tai sen lukuun tai puolesta toimiva ilmaisee toiselle julkistamattoman tiedon, joka on omiaan vaikuttamaan olennaisesti liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon, tieto on välittömästi julkistettava. Jos tieto ilmaistaan tahattomasti, se on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä.¹⁵⁸ Tahattoman ilmaisemisen aiheuttaman virheen korjaamiseen tarvitaan luonnollisesti aina harkintaa ja regointiaikaa, joten välittömän julkistamisen vaatimus olisi sen kohdalla todennäköisesti liioiteltu ja saattaisi olla mahdoton noudattaa käytännössä. Suunniteltaessa julkistaminen etukäteen pystytään tietenkin noudattamaan välittömän julkistamisen vaatimusta.

Säännös korostaa tiedottamisen tasapuolisuuden ja samanaikaisuuden vaatimusta.

¹⁵² Avoimuusdirektiivi, 21 artikla, L390/52.

¹⁵³ Ratan standardi 5.2b, s. 27.

¹⁵⁴ Poikkeuksen muodostavat tilinpäätös ja toimintakertomus, ks. säännöllinen tiedonantovelvollisuus, luku 4.

¹⁵⁵ Ratan standardi 5.2b, s. 26.

¹⁵⁶ VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, 12.3 §.

¹⁵⁷ Ks. AML 2:6 c, AML 2:7

Siinä tarkoitettu tiedon ilmaiseminen tarkoittaa tiedon ilmaisemista liikkeeseenlaskijan ulkopuolelle. Se voi tapahtua esimerkiksi analyytikko- tai sijoittajatapaamisessa, emissionmyyntitilaisuudessa tai yhtiökokouksessa. Arvioinnissa tulee huomioida, että tieto voi koostua useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulija voi muodostaa käsityksen asiakokonaisuudesta.¹⁵⁹

Myös pörssin säännöissä on tiettyjä edellytyksiä tietojen julkistamisesta silloin kun julkistamaton tieto on vuotanut julkisuuteen tai julkisuudessa on vääriä tai harhaanjohtavia tietoja. Sääntöjen mukaan listayhtiön on tällöin ilman aiheetonta viivytystä julkistettava asiantilaa koskeva tiedote kun yhtiö saa tietoonsa, että tieto, joka toteutuessaan kuuluu tiedonantovelvollisuuden piiriin, on vuotanut ennen julkistamista. Luonnollisesti pelkkä markkinahuhujen olemassaolo ei luo tiedotevelvollisuutta yhtiölle.¹⁶⁰

Tiedon tasapuolista julkistamista koskeva säännös soveltuu yhtiöön ja sen lukuun tai puolesta toimivaan. Kyseeseen voi tällöin kuitenkin tulla sisäpiirintiedon ilmaisemisen kielto.

Tiedon julkistamisvelvollisuutta ei kuitenkaan ole, jos tiedon saanut henkilö on velvollinen pitämään sen salassa.¹⁶¹ Tämä mahdollistaa tiedonjaon sellaisten henkilöiden kesken, keille tieto on tarkoitettu. Salassapitovelvollisuus voi perustua esimerkiksi lakiin tai erikseen laadittuun salassapitositoumukseen esimerkiksi sisäpiirihankkeen yhteydessä.

Tiedottamisen tasapuolisuus- ja samanaikaisuusvaatimus merkitsee myös sitä, että julkistettavia tietoja ei voida julkistaa liikkeeseenlaskijan internetsivuilla ennen kuin ne on toimitettu tiedotusvälineille ja julkisen kaupankäynnin järjestäjälle.¹⁶² Valittujen tiedotusvälineiden kesken on tiedottamisessa myös noudatettava samanaikaisuutta.

4.3.1.3 Julkistamisessa käytettävä kieli

Säännöllisen tiedoantovelvollisuuden mukaisessa tiedonantovelvollisuudessa käytettävää kieltä on käsitelty jo aiemmin. Sen mukaisten tiedotteiden julkistaminen

¹⁵⁸ AML 2 luku 7.3 §.

¹⁵⁹ Ratan standardi 5.2b s. 27.

¹⁶⁰ Ks. Parkkonen (2007), s. 55-56.

¹⁶¹ AML 2 luku 7.3 §.

¹⁶² Ratan standardi 5.2b s. 28.

voidaan siis tehdä suomen tai ruotsin kielellä ja Ratan luvalla yhtiö voi käyttää julkistamisessa myös muuta kieltä. Jos yhtiön arvopaperi on otettu julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi myös yhdessä tai useammassa muussa ETA-valtiossa, on tiedotteet annettava myös vastaanottavan valtion toimivaltaisen viranomaisen hyväksymällä kielellä tai niin sanotulla kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytettävällä kielellä, eli käytännössä englannilla.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tiedotteiden osalta ei vastaavaa säännöstä ole, mutta jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen voitaneen soveltaa säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kielisäännöksiä. Voidaan katsoa tarkoituksenmukaiseksi, että yhtiö on johdonmukainen tiedottamisensa kielipolitiikassa kokonaisuutena.¹⁶³

4.3.2 Julkistamisen lykkäämisen edellytykset

Liikkeeseenlaskija voi AML 2:7.2:n mukaan päättää lykätä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon julkistamista, jos lykkäämiselle asetetut edellytykset täyttyvät. Vastaavalla tavalla ja vastaavin edellytyksin liikkeeseenlaskija voi myös lykätä jonkin osatiedon julkistamista. Koska yhtiön ei tarvitse julkistaa valmisteilla olevia päätöksiä, tiedon julkistamisen lykkääminen voi tulla kysymykseen lähinnä silloin, kun asia olisi muutoin julkistettava AML 2:7.1:n nojalla.¹⁶⁴

Seuraavassa käsitellään kolmea edellytystä joiden täytyessä julkistamisen lykkääminen on mahdollista

4.3.2.1 Hyväksyttävä syy

AML 2:7:n mukaan tiedon julkistamisen lykkäykselle on oltava hyväksyttävä syy. Hyväksyttävät syyt voivat liittyä esimerkiksi käynnissä oleviin yrityskauppa- tai muihin neuvotteluihin tai niihin liittyviin seikkoihin silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun.¹⁶⁵ Osittainen tiedon julkistamisen lykkääminen voi syntyä esimerkiksi

¹⁶³ Ks. Parkkonen (2007), s. 78.

¹⁶⁴ Ks. Ratan standardi 5.2b s. 28.

yrittäjäkauppaneuvottelujen yhteydessä, jolloin kauppahinnan julkistamista voi olla syytä lykätä muiden vastaavien käynnissä olevien neuvottelujen ajan.

Lykkäämistilanne voi olla käsillä myös liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen liittyvien neuvotteluiden ollessa käynnissä, jolloin yhtiön taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka. Edellytyksenä on tällöin, että tiedon julkistaminen saattaisi vaarantaa vakavasti nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edun haittaamalla liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman parantumiseen pitkällä aikavälillä tähtäävien neuvottelujen loppuunsaattamista.

On myös mahdollista, että viranomaiset antavat kiellon tiedon julkistamiselle tai ilmaisemiselle.¹⁶⁶ Tämä saattaisi tulla kyseeseen esimerkiksi kilpailurikkomuksen tutkintatilanteessa.

Ratan soveltamisohjeen¹⁶⁷ mukaan hyväksyttävä syy tiedon julkistamisen lykkäämiselle ei kuitenkaan ole se, että odotetaan yhtiön ja sen toimintaa koskevien olosuhteiden tai tapahtumien vaikutusten tosiasiallista ilmenemistä.

4.3.2.2 Sijoittajien asema

Jos liikkeeseenlaskijalla on hyväksyttävä syy tiedon julkistamisen lykkäämiseen, on seuraavaksi arvioitava sitä, vaarantaako tiedon julkistamatta jättäminen sijoittajien asemaa. Sijoittajien aseman vaarantumista arvioidaan Ratan mukaan siitä näkökulmasta, johtaisiko tiedon julkistamatta jättäminen todennäköisesti sijoittajia harhaan.¹⁶⁸

Harhaanjohtavuus voi ilmetä useilla eri tavoilla. Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se on mahdollista olla puutteellisuutensa, esittämistapansa tai –muotonsa johdosta omiaan antamaan sijoittajille virheellisen käsityksen.¹⁶⁹

4.3.2.3 Tiedon säilyttäminen luottamuksellisena

Yhtiön on pystyttävä varmistamaan tiedon säilyminen luottamuksellisena, mikä

¹⁶⁵ Häyrynen (2006), s. 280.

¹⁶⁶ Komission direktiivi 2003/124/EY.

¹⁶⁷ Ks. Ratan standardi 5.2b s. 16.

¹⁶⁸ Ratan standardi 5.2b, s. 16.

tarkoittaa, että sen on valvottava sisäpiirintiedoksi luettavan julkistamattoman tiedon leviämistä ja käyttöä. Edellytyksiä tiedon luottamuksellisena säilyttämisen varmistamiselle käsitellään seuraavissa kappaleissa.

Yhtiöllä on oltava järjestelyt sen varmistamiseksi, etteivät sisäpiirintietoja saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtäviensä hoitamiseen tarvitsevat henkilöt. Sisäpiirintiedon hallinta tulee varmistaa yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin käytöllä.¹⁷⁰ Yhtiöllä on oltava jatkuvasti valmius julkistaa tieto välittömästi tilanteissa, joissa se ei pysty varmistamaan sisäpiirintiedon luottamuksellisuutta. Jatkuvuuden toteutuminen vaati käytännössä siis kattavasti suunnitelmallisuutta ja ennakoitavuutta yhtiöltä.

Yhtiön on lisäksi varmistettava, että tietojen käyttöön oikeutetut henkilöt tuntevat ja ymmärtävät sisäpiirintiedon hallintaan liittyvät velvollisuutensa sekä ovat tietoisia tietojen väärinkäytön tai niiden perusteettoman levittämisen seuraamuksista. Jos sisäpiirintietoa annetaan yhtiön ulkopuolelle, tulee sen silloin laatia asianmukainen salassapitositoumus. Myös yhtiön puolesta tai lukuun toimiva yhteisö, esimerkiksi asianajotoimisto tai emissionjärjestäjä, voi olla velvollinen pitämään omaa yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä. Siihen listataan sen työntekijät, joilla on tai jotka voivat saada listayhtiön sisäpiirintietoa.

Tutkittaessa tiedon luottamuksellisuuden menettämisestä voidaan esimerkiksi liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvon merkittävästä noususta tai laskusta taikka kaupankäyntivolyymien kasvusta ilman loogista selitystä saada tukea sille, että salassa pidettävää tietoa olisi vuotanut yhtiöstä.

Rahoitustarkastus ja pörssi korostavat ohjeissaan hankekohtaisen sisäpiirirekisterin merkitystä ylläpidettäessä tiedon julkistamisvalmiutta. Tällöin tulee laatia hanketta koskeva tiedottamissuunnitelma ja pitämällä suunnitelma ajan tasalla koko hankkeen ajan. Tähän voi liittyä myös tiedoteluonnoksen laatiminen.¹⁷¹

AML 2:7.2:n mukaan liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava Ratalle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle päätöksestään lykätä tiedon julkistamista ja sen syistä. Ilmoitukseen sisällytetään sisäpiirintiedon ohella myös tiedon julkistamisen lykkäämisen peruste, sen odotettu kesto, jos se voidaan määrittää, ja

¹⁶⁹ Ks. Häyrynen (2006), s. 241.

¹⁷⁰ AML 5:8 §: Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on pidettävä sisäpiirirekisteriä palveluksessaan olevista henkilöistä, jotka asemansa tai tehtäviensä johdosta saavat säännöllisesti sisäpiirintietoa sekä muista henkilöistä, jotka työ- tai muun sopimuksen perusteella työskentelevät tälle ja saavat sisäpiirintietoa. Yrityskohtaiseen sisäpiirirekisteriin on sisällytettävä tiedot myös liikkeeseenlaskijan toimielimiin kuuluvista henkilöistä, jotka saavat sisäpiirintietoa.

perusteet sille, miksi julkistamisen lykkääminen ei vaaranna sijoittajien asemaa.¹⁷²

Lykkäämiset ovat käytännössä harvinaisia ja niitä on haettu Ratalta vain muutama kappale hakemuksen mahdollistavan laisäädännön tultua voimaan vuonna 2005. Tämä viittaa siihen, että tietojen julkistamisvelvollisuus käytännössä joustanee ja sisältää tulkintaa hyvinkin paljon, koska yhtiöt eivät hae lykkäyksiä enempää.

4.3.3 *Tietojen saatavillapito yhtiön internetsivuilla*

Kuten säännöllisen tiedonantovelvollisuuden käsittelyn ohessa todettiin, liikkeeseenlaskijan on pidettävä osavuosikatsaus, johdon osavuotinen selvitys, tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilinpäätöstiedote yleisön saatavilla internetsivuillaan vähintään viiden vuoden ajan.¹⁷³ Yhtiön on suositeltavaa pitää myös jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkistetut tiedot internetsivuillaan yleisön saatavilla vähintään viiden vuoden ajan. Rata on tällä normilla käyttänyt hyväkseen sille AML 2:10d:ssä säädettyä oikeutta antaa tietojen saatavilla pidosta tarkempia sitovia säännöksiä. Mainitut tiedot voidaan säilyttää internetsivuilla esimerkiksi julkistamisvuoden mukaisina vuosiarkistoina tai aihealueittaisina arkistoina.

Jos yhtiö julkistaa pörssitiedotteensa usealla kielellä, tulisi Ratan soveltamisohjeen mukaan myös kaikki kieliversiot säilyttää internetsivuilla. Tämä luonnollisesti toteuttaa tasapuolisuutta sijoittajia kohtaan, mutta on muutenkin käytännössä ainoa toimintavaihtoehto ottaen huomioon listayhtiöiden virallisen kielen olevan yleisesti englanti ja suurimpien osakkeenomistajien ollessa usein ulkomaisia.

Lisäksi, jotta sijoittajat saisivat liikkeeseenlaskijasta tietoa tasapuolisesti ja samanaikaisesti, olisi Ratan mukaan suositeltavaa, että yhtiö pitäisi myös sijoittaja- ja analytikkotapaamisissa sekä tulosjulkistuksissa käytetyn materiaalin mahdollisimman ajantasaisesti sijoittajien saatavilla internetsivuillaan. Mahdollisuuksien mukaan tulisi myös taltioida ja esittää tulosjulkistuksiin liittyviä informaatiotilaisuuksia internetin välityksellä.¹⁷⁴ Usein kuitenkin vastaava tieto on jo tullut markkinoille pörssitiedotteessa ja yhtiöt eivät koe sijoittajatapaamisten julkistamisen tuovan enää lisäarvoa tiedottamiseen.

¹⁷¹ Ks. Pörssin sisäpiiriohje 2.6.2008 ja Ratan standardi 5.2b s. 16.

¹⁷² Ks. Ratan standardi 5.2b s. 16-17.

¹⁷³ AML 2:6c §.

Erillinen internet-sivuja koskeva velvoite tulee listayhtiöille vielä pörssin Corporate Governance -suosituksesta. Suosituksessa käsitellään muun muassa listayhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevien tietojen esittämistä.¹⁷⁵

Internet-sivujen informaatioarvon voidaan katsoa olevan keskeinen tänä päivänä. Koska sijoittajille tärkeä informaatio on luonteeltaan sellaista, että se voidaan esittää tiiviissä – monesti taloudellisten tunnuslukujen avulla – muodossa, on tällaisen tiedon nopeassa välittämisessä internet ainutlaatuinen. Erityisesti piensijoittajien tiedonsaantimahdollisuuksien kannalta se on keskeinen, koska sieltä sijoittajat voivat monesti hankkia tietonsa käytännössä maksutta.¹⁷⁶

4.3.4 Julkisen kaupankäynnin järjestäjän tiedotevarasto

Avoimuusdirektiivin 21 artiklan 2 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on varmistettava, että on olemassa vähintään yksi virallisesti nimetty järjestelmä säänneltyjen tietojen säilyttämistä varten. Direktiivin vähimmäisvaatimus on implementoitu AML 2:10d:ään, jonka mukaan julkisen kaupankäynnin järjestäjän on pidettävä yleisön saatavilla sille AML 2 luvun nojalla toimitetut julkistetut tiedot vähintään viiden vuoden ajan.

Liikkeeseenlaskijan tulee toimittaa julkistettavat tiedot tiedotevarastoon siinä muodossa ja niinä kieliversioina kuin ne on julkistettu. Julkistaessaan osavuositarkastuksen, johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöstiedotteen, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen sekä muut pörssitiedotteensa usealla kielellä, yhtiön tulee toimittaa kaikki kieliversiot tiedotevarastoon.

¹⁷⁴ Ks. Ratan standardi 5.2b s. 29-30.

¹⁷⁵ Ohjeen mukaan yhtiön on huolehdittava siitä, että sen internetsivuilla esitetään ainakin seuraavat asiakokonaisuudet:

- Tieto listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä annetun suosituksen noudattamisesta sekä mahdollisista poikkeamista ja niiden syistä
- yhtiökokous
- yhtiöjärjestys
- hallitus ja hallintoneuvosto
- toimitusjohtaja ja muu johto
- tilintarkastaja
- osakkeet, osakepääoma sekä suuret osakkeenomistajat ja tehdyt liputusilmoitukset viimeiseltä 12 kuukaudelta
- yhtiöjärjestyksessä olevat lunastusmääräykset
- yhtiön tiedossa olevat osakassopimukset
- vuosikertomus
- muut suosituksessa selostettavaksi edellytetyt seikat.

¹⁷⁶ Kallunki – Martikainen – Niemelä (2007), s. 19.

Pörssin ylläpitämän tiedotevaraston tulisi täyttää komission suosituksessa ja sen liitteessä annetut tekniset ja laadulliset vähimmäisvaatimukset. Pörssin tulee myös pitää tiedotevarastoon ja julkisen kaupankäynnin järjestämiseen liittyvät palvelut ja toiminnot selkeästi erillään tietojen julkistamiseen liittyvistä palveluista ja toiminnoista.¹⁷⁷ Pörssin toiminta virallisena säänneltyjen tietojen säilyttäjänä ei kuitenkaan rajoita sen oikeutta veloittaa kohtuullisia kustannuksia kyseisen järjestelmän käyttäjiltä.¹⁷⁸

¹⁷⁷ Avoimiusdirektiivin täytäntöönpanodirektiivin johdanto-osan 16 kappale.

¹⁷⁸ HE 174/2006, s. 29.

5 MERKITTÄVIÄ ERITYISKYSYMYKSIÄ

Jatkuvasta ja säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta nousee esiin muutamia erityiskysymyksiä, joiden tiedottamiseen liittyviä tulkintoja ja rajanvetoja joudutaan usein käytännössä pohtimaan. Käsittelen tässä luvussa syvemmin tuomioistuimissa viime aikoina eniten esiintyneitä ja pelkästään sillä perusteella tällä hetkellä keskeisiksi arvioimiani erityistapauksia: tulevaisuudennäkymiä ja tulosvaroitusta.¹⁷⁹

5.1 Tulevaisuudennäkymät

Listayhtiön tulee toimintakertomuksessa esittää arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä.¹⁸⁰ Lisäksi osavuositarkastuksen ja tilinpäätöstiedotteen selostusosassa on arvioitava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu.¹⁸¹ Myös pörssin sääntöjen mukaan listayhtiöiden esittämät tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskevat arviot ja niiden perusteet on julkistettava. Yhtiön antamat keskeisiä taloudellisia tunnuslukuja koskevat arviot ja tavoitteet rinnastetaan yhtiön tulevaisuuden kehitysnäkymiä koskeviin arvioihin.¹⁸²

Edellä mainittujen osavuositarkastusta, tilinpäätöstä ja toimintakertomusta koskevien sääntöjen pohjalta liikkeeseenlaskija arvioi siis itse, missä laajuudessa, miltä osin ja miltä ajanjaksolta se tulevaisuudennäkymiään esittää. Sama koskee myös muissa yhteyksissä mahdollisesti annettavia ennusteita. Yhtiöiden edellytetään noudattavan asianmukaista huolellisuutta ja varovaisuutta tulevaisuudennäkymiään antaessaan.

Arviot todennäköisestä tulevasta kehityksestä, eli tulevaisuudennäkymät, voivat olla tulevaisuutta kuvaavia yleisluonteisia näkymiä tai yksityiskohtaisempia tulosenusteita. Yleisluonteisina tulevaisuudennäkyminä voidaan pitää esimerkiksi liikkeeseenlaskijan liikevaihdon tulevaa kehitystä koskevaa arviota tai kuvausta markkinakehityksestä.¹⁸³

Ratan soveltamisohjeen mukaan tulosenusteina voidaan pitää tulevia ajanjaksoja koskevia arvioita, joiden sanamuodosta suoraan tai epäsuorasti käy ilmi yhtiön tuloksen

¹⁷⁹ Ks. esim. Parkkonen s. 58.

¹⁸⁰ KPL 3:1.6.

¹⁸¹ AML 2:5a ja 2:6.

¹⁸² Pörssin säännöt, kohta 3.2.42.

¹⁸³ Parkkonen (2007), s. 58 ja Ratan standardi 5.2b s. 19-20.

todennäköinen minimi- tai maksimitaso. Tulosenusteita ovat sen mukaan myös tiedot, joiden perusteella voidaan laskea tulevien voittojen tai tappioiden likimääräinen summa. Tällaisia ovat esimerkiksi maininta kannattavuuden kehityksestä tai esitetty arvio liikevoiton tasosta, liikevoittomarginaalista tai tilikauden tuloksesta.

Yhtiön tulisi tulevaisuudennäkymiä antaessaan ottaa huomioon liiketoimintaan liittyvät merkittävät lähiajan riskit ja epävarmuustekijät ja pitäytyä arvioissa, jotka voidaan perustellusti esittää. Myös pörssin sääntöjen mukaan listayhtiö saa esittää ainoastaan perusteltuja arvioita¹⁸⁴. Poikkeuksellisissa tilanteissa, joissa tulevaisuudennäkymien antamiseen liittyy merkittävästi epävarmuustekijöitä, liikkeeseenlaskija arvioi, voidaanko näkymiä antaa tulosenusteena lainkaan niiden mahdollisen harhaanjohtavan sisällön vuoksi. Kyseisenlaisia tilanteita, joissa yhtiö on todennut ettei se epävarmoista markkinaolosuhteista johtuen anna ollenkaan arviota tulevaisuudennäkymistä, on tullut vastaan käytännössä.

Vaikka tulevan kehityksen arviointiin liittyy yleensä useita epävarmuustekijöitä, on tulevaisuudennäkymien antaminen tulosenusteina Ratan mukaan suositeltavaa, koska liikkeeseenlaskijan johto on kuitenkin parhaassa asemassa arvioimaan sen tulevaa kehitystä.¹⁸⁵

Tulevaisuudennäkymiä koskevat arviot tulisi erottaa selkeästi muusta informaatiosta, jonka yhteydessä ne annetaan. Sijoittajan saama kokonaiskuva ja sen hahmottaminen tulee pitää mielessä yhtiön tulevaisuudennäkymien julkistamisessa. Suositeltavaa onkin, että sen noudattamien käytäntöjen ja ilmaisujen olisivat mahdollisimman yksiselitteisiä, selkeitä ja johdonmukaisia. Lisäksi Rata suosittaa, että annettaessa tulevaisuudennäkymiä tulosenusteina, niissä ilmaistaan yksiselitteisesti, mihin tulokseen ja mihin ajanjaksoon kyseinen ennuste viittaa.

Tarvittavan selkeyden saavuttamiseksi tulisi Ratan suosituksen mukaan *tulosenusteiden* laadinnassa ja julkistamisessa noudattaa seuraavia periaatteita:¹⁸⁶

- Ymmärrettävyys: tulosenusteiden yhteydessä annettavan informaation, kuten perustelujen ja taustaoletusten, tulisi olla sijoittajan kannalta selkeätä, yksiselitteistä ja ymmärrettävää.
- Luotettavuus: tulosenusteita ei tulisi antaa ilman huolellista analyysia liikkeeseenlaskijan liiketoiminnasta ja sen kehittymisestä. Tulosenusteiden

¹⁸⁴ Pörssin säännöt, kohta 3.2.42.

¹⁸⁵ Ratan standardi 5.2b, s. 20.

tulee myös perustua realistisiin ja perusteltuihin arvioihin.

- Vertailukelpoisuus: annettujen tulosenusteiden tulisi olla vertailukelpoisia suhteessa liikkeeseenlaskijasta annettuihin tilinpäätöstietoihin tai taloudellisiin tietoihin.
- Olennaisuus: tulosenusteiden tulee antaa olennaista tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttää sijoituspäätöksensä perusteena.

Ajallisesti annettavan tulosenusteen tulisi täsmätä seuraavan tuloskauden kanssa; arviointiaikaina voidaan käyttää esimerkiksi seuraavaa osavuosikatsauskautta tai tilikautta. Tulosenusteiden yhteydessä olisi suositeltavaa esittää myös niiden lähtökohtana olevat keskeisimmät oletukset. Erottelu pitäisi myös tehdä niiden olettamiin liittyvien tekijöiden kannalta, joihin yhtiön johto voi vaikuttaa, ja toisaalta tuoda esille ne, jotka ovat liikkeeseenlaskijan johdon vaikutusvallan ulkopuolella^{187 188}.

Rata tutki keväällä 2006 informaatiota, jota listayhtiöt antoivat tulevaisuudennäkymistään vuoden 2005 osavuosikatsauksissaan ja vuoden 2004 tilinpäätöksessä. Otoksessa oli 75 satunnaisesti valittua listayhtiötä. Arvioinnin kohteena oli, mitä yhtiöt kertoivat näkymistään tilinpäätöstiedotteen ja osavuosikatsausten tulevaisuudennäkymät –osiossa ja miten asia oli esitetty.

Yhtiöiden toimintaympäristöjä, niiden suuntauksia sekä näiden oletettuja vaikutuksia yhtiön tulevaisuuteen oli kuvattu melko hyvin, mutta kehitettävääkin löytyi runsaasti. Esimerkiksi usean yhtiön ennusteessa käytetty tulosluku oli määritelty epäselvästi ainakin uuden sijoittajan näkökulmasta. Vastaavasti sellaisia termejä kuin ”hyvä tulos” tai ”edellistä kautta selkeästi parempi tulos” oli käytetty sijoittajan kannalta liian suppeasti selittäen. Kritiikkiä kohdistui myös tulosenusteiden perusteiden selittämiseen: ne katsottiin osittain liian yleisiksi tai epämääräisiksi. Etenkin toimialojen kasvunäkymien ennusteiden perusteet olivat usein yleisesti määriteltyjä tai puuttuivat jopa kokonaan. Tulosenusteihin liittyvien epävarmuustekijöiden selostaminen oli suorastaan harvinaista. Lisäksi vain noin puolet yhtiöistä perusteli kesken tilikauden tekemänsä muutokset ennustehinsa.¹⁸⁹

Myös pörssin kurinpitolautakunta on käsitellyt tulevaisuudennäkymien antamista. Alla olevassa päätöksessä arvioinnin kohteena oli tarve pörssitiedotteen antamiselle.

¹⁸⁶ Ratan standardi 5.2b, s. 20-21.

¹⁸⁷ Ks. Parkkonen (2007), s. 59.

¹⁸⁸ ”Tulosenusteita antaessaan liikkeeseenlaskijan on myös syytä ottaa huomioon, että mahdollisen arvopaperien liikkeeseenlaskun yhteydessä komission esiteasetus (*Komission asetetus (EY) N:o 809/2004*). edellyttää esitteeseen tilintarkastajan lausuntoa tulosenusteen asianmukaisesta laatimisesta. Tästä syystä ja mahdollisen harhaanjohtavan tiedon välttämiseksi nimenomaan tulosenusteiden perusteisiin ja niiden esittämiseen on syytä kiinnittää erityistä huomiota.” Lähde: Ratan standardi 5.2b s. 21.

Pörssin Kurinpitolautakunnan päätös 6.6.2006

Yhtiö julkisti pörssitiedotteessa arvioitaan lähiajan kehitysnäkymistä. Arviossa kuvailtiin muun muassa paperin kysynnän ja hintojen kehittymistä sekä työ sopimusneuvottelujen tilannetta. Katsaukseen sisältyi pääosin myönteisiä mutta myös kielteisiä kehitysnäkymiä. Liiketoiminnan tuloksen kehityksestä ei esitetty pörssitiedotteessa arviota. Yhtiön johto esitti tämän jälkeen eri yhteyksissä arvion yhtiön kannattavuuden paranemisesta ja liikevoiton kasvamisesta edelliseen vuoteen verrattuna. Yhtiö ei julkistanut näitä arvioita pörssitiedotteella. Kurinpitolautakunta katsoi, että yhtiön olisi pitänyt julkistaa arviot pörssitiedotteella, jotta tiedot olisivat olleet samanaikaisesti kaikkien sijoittajien saatavilla. Kurinpitolautakunta katsoi, että kyseessä oli periaatteellisesti tärkeä asia. Lautakunta antoi yhtiölle varoituksen arvopaperipörssin sääntöjen rikkomisesta.

Vakavampana pidettiin Kurinpitolautakunnan 20.12.2001 antamassa päätöksessä kurinpitomaksulla rangaistun yhtiön toimintaa, jossa tulevaisuuden näkymistä tiedottaminen katsottiin liian varomattomaksi sen antaessa positiivista tietoa tuloskehityksestään. Tapauksessa katsottiin tiedottaminen myös kokonaisuudessaan liian yksipuoliseksi, koska yhtiö antoi liiaksi positiivisia tietoja yhtiön tilasta. Kurinpitolautakunta piti rikkomuksia vakavina, mistä syystä se antoi yhtiölle huomautuksen ja määräsi sen suorittamaan kurinpitomaksun.

Rata antoi ensimmäisen julkisen varoituksensa 3.3.2008. Siinä se totesi listayhtiö Cencorpin vuoden 2006 aikana julkaisemien tulevaisuudennäkymien liikevaihto- ja tuloskehityksestä olleen perusteettomia, koska yhtiö ei tulevaisuudennäkymiä julkistaessaan ottanut riittävästi huomioon toteutunutta kehitystä eikä liiketoimintaan liittyviä epävarmuustekijöitä, kuten asiakkaiden ostokäyttäytymisen muutosta ja kilpailutilanteen kiristymistä. Mitä pidemmälle yhtiön tilikausi eteni, sitä selkeämmäksi tulevaisuudennäkymien liiallinen optimistisuus Ratan mukaan kävi. Yhtiö korjasi tulevaisuudennäkymistä antamia ennusteita tilikauden aikana, mutta korjaukset eivät olleet Ratan mukaan riittäviä eivätkä tapahtuneet ilman aiheetonta viivytyksiä. Yhtiö ei myöskään esittänyt riittäviä perusteita antamalleen ohjeistukselle. Rata katsoi väärän menettelyn olleen kokonaisuudessaan toistuvaa.¹⁹⁰

¹⁸⁹ Parkkonen (2007), s. 60.

¹⁹⁰ Päätös ei tullut annettaessa lainvoimaiseksi vaan Cencorp Oyj:llä oli oikeus hakea muutosta valittamalla 3.3.2008 annettusta päätöksestä markkinaoikeuteen 30 päivän aikana siitä, kun yhtiö on saanut päätöksestä tiedon. Mahdollista valitusta ei ole huomioitu tässä tutkielmassa.

5.2 Tulosvaroitukset

Tulosvaroituksesta tai ennakkotiedosta ei säädetä erikseen AML:ssa. Niiden voidaan ajatuksellisesti katsoa sisältyvän jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, ja niitä käsitellään samalla tavalla kuin kaikkia muitakin seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.¹⁹¹

AML 2:7:n mukaan muutos¹⁹² liikkeeseenlaskijan ennakoidussa tuloksessa, taloudellisen aseman kehityksessä tai tulevaisuudennäkymissä tulee julkistaa tulosvaroituksena ilman aiheetonta viivytystä¹⁹³, jos muutos on omiaan olennaisesti vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Pörssin sääntöjen¹⁹⁴ mukaan mikäli pörssiyhtiön tulos¹⁹⁵ taikka tase- tai rahoitusasema tulee katsauskautena poikkeamaan olennaisesti näiden seikkojen kehittymistä koskevasta perustellusta arviosta, jonka sijoittaja voi yhtiöstä tehdä, on pörssiyhtiön julkistettava tieto asiasta.

Tulosvaroituksella tarkoitetaan yleensä tilannetta, jossa arviota listayhtiön taloudellisen aseman kehittämistä joudutaan muuttamaan *katsauskauden aikana*. Se on siis yleensä korjaus ennusteeseen, mutta voi tulla ajankohtaiseksi muunkin yhtiön antaman informaation perusteella. Ennakkotiedolla taas tarkoitetaan yleensä tilannetta, jossa liikkeeseenlaskija julkistaa katsauskauden aikana toteutuneen tilanteen perusteella poikkeaman aiempaan ennusteeseen katsauskauden jälkeen *ennen varsinaisen katsauksen*, kuten tilinpäätöstiedotteen tai osavuosisikatsauksen, *julkistamista*. Sisällöllisesti kyseessä ovat vastaavat informaatiot. Ennakkotieto-otsaketta väitetäänkin käytettävän varsinkin negatiivisen tulosvaroitustiedon pehmentämiseen.¹⁹⁶

Tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuus koskee sekä kuluvan raportointikauden aikaista että sen päättymisen jälkeistä tilannetta. Yhtiö saattaa siis myös katsauskauden jälkeen joutua antamaan tulosvaroituksen vaikka ei olisi varsinaisia tulevaisuudennäkymiä antanutkaan. Lisäksi vaikka tulosvaroitusta terminä viittaa

¹⁹¹ Ks. Parkkonen (2007), s. 61.

¹⁹² Kati Ruohon mukaan tulosvaroitusta on ennakkotiedoksiannos, joka annetaan, kun on tullut ilmi, että yhtiön tulostilanteesta tai kehityksessä on tapahtunut jotain poikkeavaa, joka muuttaa yhtiön aikaisemmin antamia tietoja tai ennusteita. Ruoho teoksessa *Arvopaperimarkkinat, toim. Nuutila – Saarnilehto* (2001), s. 120.

¹⁹³ Pörssin sääntöjen kohdan 3.2.47 mukaan tieto yhtiön tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman muutoksesta on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun muutos on käynyt ilmeiseksi ja pörssiyhtiön toimitusjohtaja tai hallitus on saanut asiasta tiedon.

¹⁹⁴ Pörssin säännöt kohta 3.2.43.

¹⁹⁵ Pörssin tulosvaroitussäännöissä tuloksella tarkoitetaan pörssiyhtiön konsernin tulosta ennen satunnaisia eria sekä tulosta ennen tilinpäätössiirtoja ja veroja.

¹⁹⁶ Ks. Parkkonen (2007), s. 61-62.

tuloskehitykseen, voidaan sen katsoa tarkoittavan kaikkia tekijöitä, joiden tulevaa kehitystä liikkeeseenlaskija on arvioinut.¹⁹⁷

”Tulosvaroitusta”-termin negatiivista sävyä lieventää käytännössä se, että se ei aina tarkoita negatiivisia uutisia yhtiön tuloksesta, taloudellisesta asemasta tai tulevaisuudennäkymistä. Tulosvaroituksen julkistamisvelvollisuus koskee siis myös tilanteita, joissa kyseiset ovat odotettua parempia.¹⁹⁸

Perusteltu arvio muutoksesta muodostetaan pörssin sääntöjen mukaan yhtiön julkistaman tiedon nojalla. Tällöin lähtökohtana on voimassa oleva yhtiön julkistama arvio tuloksen taikka tase- tai rahoitusaseman kehittymisestä. Tämän lisäksi otetaan huomioon viimeksi julkistettu tilinpäätöstiedote, tilinpäätös tai osavuosisikatsaus sekä edellisen tilikauden tiedot vastaavalta katsauskaudelta.¹⁹⁹ Tulosvaroitusta perustuu siis siihen, mitä liikkeeseenlaskija on itse aiemmin julkisesti ennakoinut tai mitä yhtiön aikaisemmin julkistamista tiedoista voidaan perustellusti päätellä. Kehitykseen vaikuttavia seikkoja voivat olla muun muassa yhtiön tiedossa olevat toimintaympäristön muutokset ja yhtiön toimialaan liittyvät kausivaihtelut²⁰⁰.

Tulevaisuudennäkymiä antaneen yhtiön tulee seurata niiden toteutumista huolellisesti ja mahdollisimman ajantasaisesti. Mikäli sen kehitys raportointikaudella poikkeaa siitä, mitä se on aikaisemmin julkisesti ennakoinut, tulee sen arvioida, onko vallitseva markkinatilanne huomioon ottaen perusteltua pysyä aiemmin julkistetuissa näkymissä. Jos on todennäköistä, että näkymistä poikettaisiin olennaisesti, liikkeeseenlaskijalle syntyy velvollisuus antaa tulosvaroitusta. Jotta tarvetta tulosvaroituksen antamiseen voidaan perustellusti arvioida, yhtiön raportointijärjestelmien tulee tuottaa johdolle ajantasaisesti tietoa yhtiön taloudellisen tilan kehityksestä.²⁰¹

Sijoitusanalyttikoiden laatimia ennusteita ja niistä koostetut konsensustiedot markkinoilla eivät ole tulosvaroituksen antamisen perusteita, eikä liikkeeseenlaskijalla ole velvollisuutta kommentoida niitä. Mikäli yhtiö kuitenkin huomaa analyttikoiden arvioiden eroavan merkittävästi sen omista julkistetuista tulevaisuudennäkemyksistä, on syytä arvioida, mistä tilanne johtuu. Julkistettua tietoa voidaan tarvittaessa tarkentaa

¹⁹⁷ Ks. Ratan standardi 5.2b, s. 21.

¹⁹⁸ Ks. Häyrynen (2006), s. 293.

¹⁹⁹ Ks. pörssin säännöt kohta 3.2.44.

²⁰⁰ Ks. pörssin säännöt kohta 3.2.45

²⁰¹ Ratan standardi 5.2b, s. 21-22.

pörssitiedotteella tai ottaa asian huomioon laadittaessa seuraavaa osavuosikatsausta.²⁰²

Mikäli liikkeeseenlaskija ei ole julkistanut lainkaan tulevaisuudennäkymiä, tarvetta tulosvaroituksen antamiseen arvioidaan Ratan mukaan tapauskohtaisesti muiden liikkeeseenlaskijan julkistamien tietojen perusteella. Lähtökohtana arvioinnissa on aina sijoittajan tiedon tarve perustellun arvion tekemiseen. Tulevaisuudennäkymien tai tulosennusteen antamatta jättäminen ei kuitenkaan poista velvollisuutta antaa tarvittaessa tulosvaroitusta. Vaikka kaikki yksityiskohdat eivät tulosvaroitusta annettaessa olisikaan vielä tarkasti tiedossa, tulee yhtiön pyrkiä tiedotteessa antamaan mahdollisimman tarkka arvio odotetusta kehityksestä sekä kerrotaan keskeisimmät syyt julkistetuista näkymistä poikkeavaan kehitykseen.²⁰³

HHO 5.1.2007 antamassa tuomiossa arvioitiin tulosvaroituksen vaikutusta arvopaperin arvoon. Tuomioistuin totesi, että ”Tulosvaroitusta on yleensä omiaan vaikuttamaan arvopaperin arvoon, koska tulosvaroituksen johdosta markkinoille tulee tietoa siitä, etteivät ennusteet *todennäköisesti* pidä paikkaansa.”²⁰⁴

5.3 Muita merkittäviä erityistapauksia

Yhtiöiden tekemät yrityskaupat, liiketoimintakaupat ja muut yritysjärjestelyt²⁰⁵, jotka ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti listayhtiöiden arvopaperin arvoon, on julkistettava.²⁰⁶ Julkistettavien tietojen perusteella sijoittajien tulisi pystyä arvioimaan liiketoimen tai järjestelyn vaikutusta liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan ja taloudelliseen asemaan. Tämä edellyttää muun muassa, että kerrotaan yritysjärjestelyn kohteesta suoritettava vastike, arvio kaupan vaikutuksesta yhtiön tuloskehitykseen ja

²⁰² Ks. Häyrynen (2006), s. 293 ja Ratan standardi 5.2b, s. 22.

²⁰³ Ks. Ratan standardi 5.2b, s. 22.

²⁰⁴ HKäo 5.7.2005, HHO 5.1.2007, Satama, lainvoimainen.

²⁰⁵ Pörssin sääntöjen kohdan 3.2.50 mukaan mikäli pörssi-yhtiö tai sen konserniin kuuluva yhtiö on hankkinut yrityksen tai osan siitä taikka luopunut yrityksestä tai sen osasta ja yrityskauppa on pörssi-yhtiön kannalta merkittävä, on pörssi-yhtiön julkistettava tieto asiasta. Yrityskauppaa on aina pidettävä merkittävänä, mikäli jokin seuraavista kriteereistä täyttyy:

1. Osuus kohteen liikevaihdosta tai taseesta on yli 10 % pörssi-yhtiön konsernin liikevaihdosta tai taseesta.
2. Osuus yrityskaupan kohteena olevan yrityksen omasta pääomasta ja varauksista on yli 10 % pörssi-yhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä.
3. Yrityskaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % pörssi-yhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä, tai vastike on yli 10 % pörssi-yhtiön osakkeiden yhteenlasketusta markkina-arvosta oman pääoman ja varausten yhteismäärän alittaessa osakkeiden yhteenlasketun markkina-arvon.

²⁰⁶ AML 2:7.

taloudelliseen asemaan sekä kaupasta mahdollisesti aiheutuvat kertaluonteiset taloudelliset vaikutukset siinä laajuudessa kuin ne on mahdollista luotettavasti arvioida kaupan julkistamishetkellä. Lisäksi tulee tuoda esille kohteen ydinliiketoiminta, toiminnan laajuus, kannattavuus ja taloudellinen asema.

Yhtiön on myös tiedotettava merkittävät yksittäiset kaupat, tilaukset ja muut liiketoimintaan liittyvät erityiset sopimukset. Tällöinkin arviointikriteerinä on se, onko tieto omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön arvopaperin arvoon. Ratan antaman sitovan normin mukaan tiedote tulee antaa aina, kun tiedolla on todennäköisesti olennaisia vaikutuksia arvopaperin arvoon. Ratan soveltamisohjeen mukaan tieto yksittäisestä kaupasta on julkistettava myös silloin, kun se katsotaan muuten niin merkittäväksi, että sillä voi olla olennainen vaikutus yhtiön liiketoimintaan tai kannattavuuteen tulevaisuudessa.²⁰⁷

Yhtiön toimintaan liittyviä riskejä tulee puolestaan tiedottaa säännöllisen tiedonantovelvollisuuden puolella. KPL 3:1:n mukaan toimintakertomuksessa tulee arvioida yhtiön toiminnan laajuuteen ja rakenteeseen nähden tasapuolisesti ja kattavasti merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä. Lähiajalta niitä tulee esittää osavuosikatsauksen selostusosassa²⁰⁸. Näiden molempien osalta tiedottamisessa voidaan käyttää soveltavasti KILAn yleisohjeen antamaa sisältöä riski-informaatiolle.

²⁰⁷ Ks. Ratan standardi 5.2b, s. 23.

²⁰⁸ AML 2:5a.

6 YHTEENVETO

Listayhtiöiden tiedottamista koskeva sääntely on tällä hetkellä edellä esitetyn mukaisesti sangen kattavaa, tuoretta ja ajantasaista. Perustellusti voidaan sanoa sijoittajan aseman olevan sääntelyn taholta suojatumpaa kuin aikaisemmin, mutta samalla liikkeenlaskijat ovat velvollisia noudattamaan ennennäkemättömän kattavia tiedotusvelvollisuuksia. Yhteisön tavoitteet sääntelyn minimitasosta unionissa parantavat kauttaaltaan varmasti myös tulevaisuudessa sijoittajien asemaa turvaamalla riittävää tiedonsaantia liikkeeseenlaskijoista.

Aulis Aarnio on joskus sanonut, että väitöskirjan tekeminen on kuin juoksisi kärpäspaperin kanssa kesäillalla - etukäteen ei voi tietää, millaisia itikoita paperiin tarttuu. Vasta juoksun jälkeen näkee saaliin ja sen, mitä siitä voi päätellä.²⁰⁹ Tietyllä tavalla tämän tutkielman keskeisin havainto osoittaa toteamuksen paikkansa pitävyyden myös huomattavasti suppeamman tutkimuksen kohdalla.

Edellä esitetty tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely ja sen lähdeaineisto on siis varsin nuorta iältään. Sääntelyn kehitys ja luominen perustuu luonnollisesti aina vanhalle sääntelylle ja sen arvioinnin pohjalta tehtyihin tarvittaviksi katsottuihin muutoksiin. Merkittävä osa arvopaperimarkkinoiden sääntelystä tulee nykyään tosin edellä käsitellyn mukaisesti Yhteisön sääntelystä, johon vaikutusmahdollisuutemme ovat huomattavasti rajallisemmat. Tällaisessa tilanteessa sääntelyn tulkinnan kehittymisessä on merkittävä rooli etenkin valvontaviranomaisilla, joille lainsäätäjät delegoi myös suoranaista norminantovaltaa.

Kuten säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden käsittelyn ohessa on käynyt ilmi, Rata on viime aikoina julkaissut runsaasti tiedonantovelvollisuutta koskevaa sääntelyä, sitovaa ja suosituksia. Pääosin tämä on tarkoituksenmukaista ja perusteltavissa listayhtiöihin kohdistuvien sääntöjen ja suositusten selkeyttämisellä sekä lainsäädännön kehityksen seuraamisella, mutta Ratan lisääntyvä norminanto yhdistettynä mahdollisesti kasvavaan määrään hallinnollisia seuraamuksia²¹⁰ on tietyllä tavalla epäilyttävää oikeusjärjestelmässämme. Ratan mahdollisesti ”puskiessa” tulevaisuudessa omiin päätöksiinsä perustuvaa käytäntöä tuomioistuimiin sinne kasvavissa määrin vietävien tiedottamistapausten kautta, on tuomioistuimille varattu

²⁰⁹ Hyvönen (2004), s. V.

²¹⁰ Esimerkiksi Cencorpille annettu julkinen varoitus on ensimmäinen Ratan antama kyseisen laadun hallinnollinen seuraamus sen jälkeen kun lainsäädäntö sen mahdollisti vuonna 2003.

ainutlaatuinen rooli laintulkitsijana kovan paineen alla.

Tulevaisuudessa on mielenkiintoista seurata ja arvioida, mihin seikkoihin perustuvat painotukset tuomioistuinten tiedonantovelvollisuuden täyttämistä koskevissa ratkaisuissa, kun kyseessä on ympäristö, jossa useat markkinoilla noudatetut tulkinnan lähtökohdat tulevat valvontaviranomaisen suosituksista, perusteluista, kannanotoista ja varoituksista.

LÄHTEET

Kirjallisuus:

Aarni, Aulis (1978) *Mitä lainoppi on?* Helsinki.

Huovinen, Sakari (2004) *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media* Gummerus Kirjapaino Oy: Helsinki.

Häyrynen, Janne (2006) *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö* Vammalan Kirjapaino Oy: Vammala.

Häyrynen, Janne – Parkkonen, Jarmo (2006) *Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet* Edita Publishing Oy : Helsinki.

Kaisanlahti, Timo (1999) *Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä* Oy Edita Ab : Helsinki.

Kallunki, Juha-Pekka – Martikainen, Minna – Niemelä, Jaakko (2007) *Ammattimainen sijoittaminen* Gummerus Kirjapaino Oy: Helsinki.

Karjalainen, Jaakko – Laurila, Olli – Parkkonen, Jarmo (2005) *Arvopaperimarkkinalaki* 3. uud. p. Gummerus Kirjapaino Oy: Jyväskylä.

KHT-yhdistys – Föreningen CGR ry (2001) *Pro forma –taloudellinen informaatio* Gummerus Kirjapaino Oy: Jyväskylä.

Kurenmaa, Tero (2003) *Sisäpiiritiedon väärinkäyttö* Gummerus Kirjapaino Oy: Jyväskylä.

Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari (2001) *Arvopaperimarkkinat* Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisioikeuden julkaisusarja A:103: Turku.

Parkkonen, Jarmo (toim.) (2007) *Taloudellisen raportoinnin pörssisäännökset 2007* WS Bookwell Oy: Juva.

Timonen, Pekka, (1987) *Ohjeita lainopillisen tutkielman kirjoittajille* Lainopillisen Ylioppilastiedekunnan kustannustoimikunta: Helsinki.

Timonen, Pekka (1997) *Määräysvalta, hinta ja markkinavoima* Gummerus Kirjapaino Oy: Jyväskylä.

Salmi, Ilari (2006) *Mitä tilipäätös kertoo?* Edita Prima Oy: Helsinki.

Virallislähteet:

Arvopaperipörssin säännöt 1.11.2007.

<http://www.omxnordicexchange.com/markkinatoimijat/saannot/helsinkirulesregulations/>, haettu 8.4.2008.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY arvopaperien yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (esitedirektiivi).

Euroopan parlamentin ja neuvoston 15. päivänä joulukuuta 2004 antama direktiivi 2004/109/EY säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta (avoimuusdirektiivi).

Euroopan parlamentin ja neuvoston 28. päivänä tammikuuta 2003 antama direktiivi 2003/6/EY sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi).

Hallituksen esitys 137/2004 eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Hallituksen esitys 174/2006 eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta.

Komission asetus (EY) N:o 809/2004, annettu 29 päivänä huhtikuuta 2004, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta.

Komission direktiivi 2003/124/EY, annettu 22 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)

Komission direktiivi 2007/14/EY, annettu 8 päivänä maaliskuuta 2007, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä.

Rahoitustarkastuksen standardi 5.1: Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.

Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b: Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus.

Rahoitustarkastuksen Markkinat-tiedote 4/2007 (www.rahoitustarkastus.fi).

Rahoitustarkastuksen Markkinat-tiedote 1/2008 (www.rahoitustarkastus.fi).

Rahoitustarkastuksen Markkinat-tiedote 2/2008 (www.rahoitustarkastus.fi).

Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance), Joulukuu 2003 (www.omxnordicexchange.com).

Valtiovarainministeriön asetus 153/2007 arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (VMA liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta).

Valtiovarainministeriön asetus 154/2007 liputusvelvollisuudesta ja omistusosuuksien ilmoittamisen ja julkistamisen yhteydessä annettavista tiedoista (LiputusVMA).

Oikeustapaukset:

HKäO 5.7.2005, HHO 5.1.2007 Satama, lainvoimainen

HKäO 21.1.2008, Scanfil, ei-lainvoimainen

HKäo 31.10.2007 Jippii, ei-lainvoimainen

HHO 5.7.2007 TJ Group, ei-lainvoimainen

KKO 2006:110 Leskinen

HHO 21.12.2006 Böök/Winsten, lainvoimainen

HKäo 5.7.2005, HHO 5.1.2007 Satama, lainvoimainen

HKäo 31.10.2007 Jippii, ei-lainvoimainen

Pörssin Kurinpitolaustakunnan päätös 20.12.2001.

Pörssin Kurinpitolaustakunnan päätös 18.6.2004.

Pörssin Kurinpitolaustakunnan päätös 6.6.2006.

Ratan julkinen varoitus Cencorpille 3.3.2008

Lyhenteet:

AML	Arvopaperimarkkinalaki (1989/495)
HE	Hallituksen esitys
HHO	Helsingin hovioikeus
HKäO	Helsingin käräjäoikeus
HO	Hallinto-oikeus
KILA	Kirjanpitolaustakunta
KKO	Korkein oikeus
KPL	Kirjanpitolaki (1997/1336)
KäO	Käräjäoikeus
Pörssi	OMX Nordic Exchange Helsinki Oy
RATA	Rahoitustarkastus
RataL	Laki rahoitustarkastuksesta (2003/587)
VOYL	Vakuutusosakeyhtiölaki (1979/1062)

Sähköiset lähteet:

www.finlex.fi

www.omxnordicexchange.com

www.rahoitustarkastus.fi