

**Liikkeeseenlaskijan
tiedonantovelvollisuus ja
vahingonkorvausvastuu**

Sisällys

Sisällys.....	1
Esipuhe	3
1 Johdanto.....	4
2 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus- ja vastuusäännökset.....	7
2.1 Tiedonantovelvollisuus liikkeeseenlaskun yhteydessä.....	7
2.1.1 Yleislauseke arvopaperien markkinoinnista.....	7
2.1.2 Yleinen tiedonantovelvollisuus	11
2.1.3 Velvollisuus laatia esite	14
2.1.3.1 Esitteen laatimisvelvollisuus	14
2.1.3.2 Esitteen sisältö ja rakenne	18
2.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus	27
2.2.1 Osavuositarkastus	28
2.2.2 Tilinpäätöstiedote	31
2.2.3 Tilinpäätös ja toimintakertomus	33
2.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	39
2.4 Vahingonkorvausvelvollisuus	47
3 Vahingonkorvauksen oikeusperusteet.....	51
3.1 Vastuumuodot.....	51
3.2 Vastuuperusteet	53
3.3 Ankarasti vastuu ja tuottamustarkastus.....	56
3.5 Käänteinen todistustaakka	60
3.4 Business judgement rule.....	66
4 Vahingon määrä.....	69
4.1 Korvattavan vahingon määräytyminen.....	69
4.2 Korvausta rajoittavat seikat	71
4.3 Negatiivinen ja positiivinen sopimusetu	76
4.4. Vahingon määrittämisen ajankohta	80
5 Vanhentumissääntö.....	85
5.1 Vanhentumisaika	85

5.2 Vanhentumisen katkaiseminen	89
5.3 Reklamaatiovelvollisuus.....	91
6 Emissionjärjestäjän vastuu arvopapereiden tarjoamisen ja liikkeeseenlaskun yhteydessä.....	93
7 Johtopäätökset	97
Lähteet	103

Esipuhe

1 Johdanto

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus muodostuu pääasiassa listautumisvaiheessa esitteestä ja tämän jälkeen säännöllisestä ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on turvata sijoittajille yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin. Siksi 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.

Tiedonantovelvollisuuden rikkominen voi johtaa vahingonkorvausvastuuseen. Vahingonkorvausvastuu tiedonantovelvollisuudesta perustuu pääasiassa arvopaperimarkkinalakiin (495/1989, AML). AML on ollut voimassa lähes 20 vuotta. Säännös on varsin yleisluonteinen. Sen sisällön täsmentäminen on jäänyt oikeuskäytäntöjen varaan. Lisäksi AML:n vahingonkorvauksen sisällön on katsottu olleen epäselvä jo lain säätämisestä lähtien.

Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella AML:n mukaista tiedonantovelvollisuutta ja erityisesti siihen liittyvää vastuuta. Tässä tutkimuksessa keskitytään vain niiden arvopapereiden osalta, jotka ovat kaupankäynnin kohteena. AML 1:3 §:n mukaan julkisella kaupankäynnillä tarkoitetaan kaupankäyntiä arvopaperilla arvopaperipörssin ylläpitämällä säännellyllä markkinalla, jossa AML:n mukaan vahvistettujen sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen ostajien ja myyjien osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia niin, että tuloksena on sitova arvopaperikauppa. Tutkimuksen ulkopuolelle jää siis niin sanottu monenkeskinen kaupankäynti.

Tutkimuksessa tarkastellaan tiedonantovelvollisuutta ja vastuuta ensinnäkin suhteessa liikkeeseenlaskijan AML 2:3 §:n mukaisesti laatimiin esitteisiin. Toiseksi tutkimuksessa tarkastellaan listayhtiön säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, joista säädetään AML 2:5

§:ssä ja AML 2:6 §:ssä. Lisäksi tutkimuksessa tarkastellaan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, josta säädelään AML 2:7 §:ssä. Tutkimuksen ulkopuolelle jäävät listayhtiön tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat asiat, jotka liittyvät sisäpiirirekisteriin liittyvien omistusten julkistamiseen ja osakkeenomistajien omistusosuuksien ilmoittamiseen (liputusvelvollisuus). Tutkimuksessa käsitellään kylläkin sisäpiirintiedon väärinkäyttöä niiltä osin, kuin sillä on yhteys jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen.

Valtiovarainministeriön asettamassa esitevastuutyöryhmässä käsiteltiin liikkeeseenlaskijayhtiöiden vastuuta esitteestä, muttei säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden korvausvastuuta. Esitevastuutyöryhmän mietinnöstä saatujen lausuntojen saamisen jälkeenkin avoimena on ainakin neljä keskeistä kysymystä: 1) Olisiko ankaran vastuun taloudelliset kannustin- ja muut vaikutukset paremmat kuin ehdotetulla käännetyllä todistustaakalla?; 2) Olisiko mekanistinen laskentasääntö korvauksen määrittelemiseksi perusteltu taloustieteellisestä näkökulmasta?; 3) Olisiko emissionjärjestäjälle syytä asettaa ehdotettua ankarampi "gatekeeper"-vastuu?; 4) Onko ruotsalainen vanhentumissäännös ehdotettua perustellumpi?¹

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on osaltaan vastata edellä esitevastuun kohdalla esitettyihin edelleen avoimena oleviin kysymyksiin. Tutkimuksessa tarkastellaan esitevastuutyöryhmän käsittelemien sääntelyvaihtoehtojen vaikutuksia. Samalla tämän tutkimuksen on tarkoitus olla osa yritysvaikutusten arviointia. Kuten edelle tuli ilmi tässä tutkimuksessa ei kuitenkaan tarkastella pelkästään listayhtiön AML 2:3 §:n mukaisesti laatimien esitteisiin liittyvää vastuuta, vaan vastuutarkastelu ulotetaan laajemmin myös muuhun listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen.

Esitevastuutyöryhmän mietintöön sisältyy monta erityisesti oikeustieteellisestä näkökulmasta mielenkiintoista kysymystä, kuten kysymys eri lakien välisestä suhteesta tai kysymys siitä, onko liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välillä sopimussuhdetta.

¹ Valtiovarainministeriön muistio 19.4.2006.

Sääntelyn selkeys ja ymmärrettävyys ovat erityisesti ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta ensiarvoisen tärkeitä. Kun arvopaperimarkkinalainsäädännön yhtenä tehtävänä on edistää arvopapereiden vaihdantaa ja yritysten kykyä hankkia rahoitusta arvopaperimarkkinoilta, tulee sääntelyn epäselvyyteen ottaa selkeä kanta arvopaperimarkkinalaissa. Näihin lain tulkintaan liittyviä sinänsä tärkeitä kysymyksiä ei tässä tutkimuksessa tarkastella.

Tässä tutkimuksessa selvitetään listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvän vastuun kannustin- ja muita vaikutuksia taloustieteellisistä lähtökohdista. Selvitys keskittyy ns. normatiiviseen regulaatioteoriaan, jolle ominaista on sen analysointi, minkälaista oikeudellisen sääntelyn pitäisi olla, jotta se mahdollisimman tarkoituksenmukaisesti täyttäisi sille asetetut tavoitteet. Tutkimuksen luonteesta johtuen selvityksessä ei ole mahdollista hyödyntää kvantitatiivista analyysia yksinkertaisesti käyttökelpoisesta aineiston puuttumisesta johtuen. Tutkimuksen kysymyksenasettelut ovat sellaiset, että sopivan aineiston hankkiminen on käytännössä lähes mahdotonta. Tutkimusongelman matemaattinen mallinnus olisi luonnollisesti jossain määrin mahdollista, mutta malliin sisältyvien oletusten määrä rajoittaisi oleellisesti tutkimuksen hyödynnettävyyttä lainsäädäntötyössä.

Tutkimuksen muodostuu kahdesta osasta. Tutkimuksen aluksi tarkastellaan listayhtiön tiedonantovelvollisuutta ja vahingonkorvausvastuuta. Tutkimuksen toinen osa keskittyy käsittelemään aiemmin esiin tulleiden sääntelyvaihtoehtojen vaikutuksia. Myöhemmin tästä tutkimuksesta erillään tehtävä tutkimus keskittyy selvittämään tiedonantovelvollisuutta koskevaa oikeuskäytäntöä.

2 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus- ja vastuusäännökset

Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on antaa sijoittajille luotettavaa, kattavaa ja vertailukelpoista tietoa arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus muodostuu listautumisvaiheessa esitteestä ja tämän jälkeen säännöllisesti ja jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudesta säädellään AML 2 luvussa.² Markkinoitaessa arvopapereita ja tarjottaessa niitä yleisölle tulevat sovellettaviksi arvopaperimarkkinalain yleiset säännökset tiedonantovelvollisuudesta ja velvollisuus julkistaa esite ensimarkkinoille. Vastaavasti jälkimarkkinoilla arvopaperin liikkeeseenlaskijoita koskeva tiedonantovelvollisuus jakautuu säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen eli osavuosikatsausten, tilinpäätöstiedotteiden ja tilinpäätösten julkistamiseen sekä jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, jossa liikkeeseenlaskijan on julkistettava arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat.

2.1 Tiedonantovelvollisuus liikkeeseenlaskun yhteydessä

2.1.1 Yleislauseke arvopaperien markkinoinnista

Arvopapereiden liikkeeseenlaskuun tulee sovellettavaksi yleislauseke arvopaperien markkinoinnista. AML 2:1.1 §:n mukaan arvopapereita ei saa markkinoida eikä hankkia elinkeinotoiminnassa antamalla totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja taikka käyttämällä hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Lisäksi AML 2:1.2 §:n mukaan tieto, jonka harhaanjohtavuus tai totuudenvastaisuus käy ilmi tiedon

² AML 2 luvun sääntely pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudesta perustuu kodifointidirektiiviin, esitedirektiiviin, markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin, ostotarjousdirektiiviin ja avoimuusdirektiiviin.

esittämisen jälkeen ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla.

Lain esitöiden mukaan arvopaperin markkinoinnilla tarkoitetaan kaikkea toimintaa, jonka tarkoituksena on edistää asianomaisten arvopapereiden myyntiä. Markkinointia ovat muun muassa yleisö- ja suoramainonta ja muu sijoittajille arvopaperin menekinedistämistarkoituksessa annettava informaatio. Myös yksittäisessä kaupantekotilanteessa annettu tieto on osa arvopaperin markkinointia. Säännös koskee kaikkia arvopaperien markkinointiin osallistuvia henkilöitä. Sen soveltamisalaan kuuluvat siten liikkeeseenlaskijan edustajien lisäksi henkilöt, jotka arvopaperinvälittäjän palveluksessa tai arvopaperien markkinointikampanjoiden toteuttajina osallistuvat markkinointiin.³

Markkinointisäännöksen soveltamisen edellytykseksi on asetettu toiminnan tapahtuminen elinkeinotoiminnassa. Lain esitöiden mukaan elinkeinotoiminnalla tarkoitetaan ammattimaisesti tarkoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Välttämätöntä ei ole, että toimintaa harjoitetaan taloudellisen voiton tavoittelemiseksi itselle tai toiselle, vaan taloudellinen toiminta esimerkiksi hyväntekeväisyystarkoituksessa voi olla elinkeinotoimintaa. Toiminnan ei tarvitse kestää pitkään ollakseen elinkeinotoimintaa vaan tilapäinen tai satunnainenkin taloudellinen toiminta voi olla elinkeinotoimintaa.⁴

Totuudenvastaisen tiedon antamisella tarkoitetaan jonkin arvopaperia ja markkinoita koskevan seikan selostamista tai muunlaista esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla.⁵ Sen sijaan harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se voi puutteellisuutensa, esittämistapansa tai -muotonsa takia antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen. Tiedon oikeellisuutta arvioidaan ankarammin silloin, kyse on

³ HE 157/1988, s. 25.

⁴ HE 157/1988, s. 24 -25.

⁵ HE 157/1988, s. 25.

suurelle yleisölle suunnatusta markkinoinnista kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat ammattimaiset sijoittajat tai muut asiantuntijat.⁶

Rahoitustarkastuksen standardin 2.1 mukaan tiedon totuudenvastaisuus arvioidaan objektiivisesta näkökulmasta. Sen sijaan tiedon harhaanjohtavuutta arvioidaan sijoituspäätöstä tekevän henkilön näkökulmasta. Tämän lisäksi otetaan kuitenkin huomioon myös se, onko seikka objektiivisesti arvioituna sellainen, että sen merkitys on olennainen.⁷ Olennaisuuteen on otettu kantaa myös tuomioistuimessa. Listalleottoesitteessä ollut tieto, jonka mukaan osakekohtainen tulos on 0,10 euroa, kun oikea luku oli kymmenesosan pienempi eli 0,01 euroa, ei ollut sillä tavoin olennaista, että niiden johdosta esite olisi antanut huolelliselle sijoittajalle selvästi väärän kuvan.⁸

Totuudellisuusvaatimusta täydentää kielto käyttää hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. Lain esitöissä ei oteta kantaa hyvän tavan vastaiseen tai muuhun sopimattomaan menettelyyn. Vaikka annetut tiedot eivät olisikaan sellaisia, että niiden voidaan osoittaa olevan totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia, voidaan markkinointia pitää sopimattomana annettujen tietojen ollessa jollain tavalla epäselviä tai niiden aiheuttaessa väärinkäsityksiä kohderyhmän keskuudessa.⁹ Merkitystä ei ole sillä, mihin elinkeinoharjoittaja on mainonnallaan pyrkinyt. Sen sijaan ratkaisevaa on, kuinka mainonta kohderyhmässä on ymmärretty.¹⁰ Markkinointioikeudessa markkinointia on pidetty sopimattomana tilanteissa, kun totuudenvastaisuutta tai harhaanjohtavuutta ei ole voitu osoittaa, mutta markkinointi on kuitenkin kohderyhmän kannalta arveluttavaa. Lisäksi sellainen markkinointi on sopimatonta, jossa esitettyjä väitteitä markkinoija ei pysty näyttämään toteen.¹¹ Hyvän tavan vastainen tai muuten sopimaton menettely voi tulla kyseeseen esimerkiksi silloin, kun markkinoinnissa

⁶ HE 157/1988, s. 25.

⁷ Rahoitustarkastuksen standardi 2.1.

⁸ Espoon käräjäoikeus 9.10.2001 00/4894.

⁹ Hoppu (2004), s. 197.

¹⁰ Hoppu (2004), s. 202.

¹¹ Hoppu (2004), s. 197-199.

pyritään kiinnittämään huomiota ensi sijassa muihin seikkoihin kuin arvopaperiin tai sen liikkeeseenlaskijaan.¹²

AML 2:1 §:n markkinointisäännöstä sovelletaan myös suhteessa emissionjärjestäjään. Sijoituspalveluyrityksen markkinointiin sovelletaan AML 2:1 §:ää, jos kyse on arvopapereiden markkinoinnista. Ne sijoituspalveluyrityksen markkinointitoimet, jotka eivät koske arvopapereiden markkinointia, jäävät AML 2:1 §:n markkinointisäännöksen ulkopuolelle. Tällöin AML:n markkinointisäännös lähtökohtaisesti soveltuu esimerkiksi toimeksiantojen välittämiseen, toimeksiantojen toteuttamiseen, emission järjestämiseen ja emission takaamiseen¹³. Koska emission järjestämisessä sijoituspalveluyritys markkinoi emission merkitsemistä sijoittajille, on kyseessä AML 2:1 §:n mukainen arvopapereiden markkinointi.¹⁴ AML 2:1 § tulee sovellettavaksi arvopapereiden liikkeeseenlaskun yhteydessä myös suhteessa sijoituspalveluyritykseen. Sen sijaan esimerkiksi omaisuudenhoidon ei lähtökohtaisesti katsota olevan sellaista sijoituspalvelua, että AML 2:1 § markkinointisäännös tulisi sovellettavaksi.¹⁵ Tällöin tulee kuitenkin sovellettavaksi samansisältöinen AML 4:1 § normi, joka koskee kaikkia sijoituspalveluita.¹⁶

AML 2.1 §:n mukainen oikaisuvelvollisuus koskee kaikkia, jotka ovat arvopaperia markkinoineet, kuten emissionjärjestäjiä ja arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita. Arvopapereiden liikkeeseenlaskijaa säännöksen mukainen velvollisuus koskee kuitenkin vain silloin, kun liikkeeseenlaskija on itse markkinoinut arvopapereita, tai silloin, kun

¹² Karjalainen & Laurila & Parkkonen (2005), s. 52

¹³ Vrt. Hoppu (2004), s. 150, joka katsoo, että emissioantakaamisella ei ole niin konkreettista liittyvää arvopapereiden myynnin edistämiseen, että tällaisen palvelun markkinointiin voitaisiin soveltaa AML 2:1 §:ä. VanhaSipal 3.1,4 §:n mukaan emissioantakaamisella tarkoitettiin merkintäsitoumusten antamista arvopapereiden liikkeeseenlaskun tai johdannaisopimuksen tekemisen yhteydessä. Kun nykyisen SipaL:n mukaan emissioantakaamisella tarkoitetaan liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä antamalla siihen liittyvä merkintä- tai ostositoumus, voidaan AML 2:1 §:n katsoa sovellettavaksi myös emissioantakaamisen yhteydessä.

¹⁴ Hoppu (2004), s. 149.

¹⁵ Hoppu (2004), s. 143-152

¹⁶ AML 4:1.1 §:n mukaan arvopapereiden kaupassa sekä sijoituspalvelun ja oheispalvelun tarjoamisessa ei saa käyttää hyvän tavan vastaista tai muuten sopimatonta menettelyä. AML 4:1.2 §:n mukaan sijoituspalvelua ja oheispalvelua ei saa markkinoida antamalla totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Markkinoinnista on käytävä ilmi sen kaupallinen tarkoitus.

arvopapereita on markkinoitu sen toimeksiannosta. Myös markkinoinnin toteuttamisesta huolehtinut mainostoimisto on velvollinen oikaisemaan erheelliset tiedot, jos se huomaa toimineensa erehdyksessä toimeksiantajansa antamien ohjeiden vastaisesti.¹⁷ Listayhtiön osalta tiedon oikaiseminen saattaa edellyttää AML 2:7:n mukaisen pörssitiedotteen antamista.¹⁸

Annetun totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon pitää olla sijoittajan kannalta objektiivisesti arvioiden olennainen, jotta oikaisuvelvollisuus syntyisi. Tiedot on oikaistava riittäväällä tavalla. Jos markkinointi on tapahtunut esimerkiksi lehti-ilmoituksella, samassa lehdessä on viipymättä julkaistava ilmoitus, jossa erheelliset tiedot korjataan. Sijoittajille suullisesti, esimerkiksi osakeannin yhteydessä järjestetyssä sijoittajatilaisuudessa annetut erheelliset tiedot voidaan oikaista esimerkiksi ottamalla yhteys tilaisuuteen osallistuneisiin henkilöihin, jos se on mahdollista, taikka julkaisemalla oikaisu sellaisessa lehdessä, josta markkinoinnin kohderyhmän voidaan kohtuudella arvioida huomaavan oikaisun.¹⁹

2.1.2 Yleinen tiedonantovelvollisuus

Arvopapereiden liikkeeseenlaskua ja tarjoamista koskee yleinen tiedonantovelvollisuus, jota sovelletaan aina, kun arvopapereita haetaan listalle tai niitä tarjotaan. AML 2:2 §:n mukaan joka tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi tai huolehtii toimeksiannon nojalla tarjouksesta taikka julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi hakemisesta, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot arvopaperien arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. AML 2:2 §:ssä tarkoitetuksi arvopaperien tarjoamiseksi ei katsota kahden osapuolen välistä yksittäistä

¹⁷ HE 56/1998

¹⁸ Karjalainen & Laurila & Parkkonen (2005), s. 54.

¹⁹ HE 56/1998

kauppaa²⁰ eikä arvopaperien kaupankäyntiä julkisessa kaupankäynnissä tai muussa ammattimaisesti järjestetyssä kaupankäynnissä.²¹

Pykälä täydentää AML 2:1 §:n yleistä arvopaperien markkinointia koskevaa säännöstä.²² AM 2.2 § velvoittaa arvopaperin liikkeeseenlaskijan ja tarjoajan tai sen, joka huolehtii liikkeeseenlaskun tai tarjoamisen toimeenpanosta, pitämään sijoittajien saatavilla riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.²³ AML 2:2 § tulee sovellettavaksi riippumatta siitä täytyykö liikkeeseenlaskusta tai arvopaperin tarjoamisesta laatia AML:n mukainen esite. Käytännössä AML 2:2 § koskee erityisesti tilanteita, joissa ei ole erityistä velvollisuutta laatia esite.²⁴ Tällaisia tilanteita ovat esimerkiksi tarjoukset, jotka kohdistetaan alle sadalle sijoittajalle tai vain kokeneille sijoittajille.

Lain perustelujen mukaan riittäville tiedoille arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista tarkoitetaan tietoa, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisenä ja riittävänä harkitessaan sijoituspäätöstä asianomaiseen arvopaperiin.²⁵ Tiedonantovelvollisuuden sisältöä on siis harkittava yleensä sellaisen henkilön näkökulmasta, jolla kokemuksensa nojalla edellytykset arvioida tarvittavia tietoja sekä ottaen huomioon, mitä tietoja tällainen henkilö kussakin tapauksessa pitäisi riittävänä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavana. Tietojen riittävyttä ja olennaisuutta arvioitaessa on otettava huomioon yhtäältä esitteen sisältövaatimukset ja toisaalta tarjouksen kohderyhmän sijoituskokemus, tietämys kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijasta sekä muut mahdolliset tarjoukseen liittyvät erityispiirteet.²⁶

²⁰ He 38/2005, s. 29

²¹ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2a, s. 12.

²² HE 157/1988, s. 25 ja HE 38/2005.

²³ HE 38/2005, s. 28.

²⁴ Alkuperäinen AML ei sisältänyt velvoitetta tehdä esite muissa tilanteissa kuin tarjottaessa osakkeita taikka osakkeeseen oikeuttavia vaihto- tai optiovelkakirjoja yleisölle merkittäväksi. Näitä esitteitä ei tarvinnut myöskään tarkastuttaa Rahoitustarkastuksen, eikä niiden julkistaminen edellyttänyt Rahoitustarkastuksen hyväksyntää. Kun esitteentekovelvoitetta laajennettiin ja hyväksymismenettelystä säädettiin vuoden 1994 alussa voimaan tulleella lailla, jätettiin AML 2:2 § sellaisenaan AML:iin. Ks. Karjalainen & Parkkonen (2003), s. 72-73.

²⁵ HE 157/1988, s. 25.

²⁶ HE 38/2005, s. 29.

Rahoitustarkastus on osaltaan tarkentanut tiedonantovelvollisuuden sisältöä Ratan standardissa 5.2a. Rahoitustarkastus on katsonut, että yleisen tiedonantovelvollisuuden taso lähenee kansallisesta esitteestä annetun VMA:n (538/2005) sisältövaatimuksia silloin, kun tietojen suppeampaa tasoa ei voida perustella kohderyhmän sijoituskokemuksella, tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä.²⁷

AML 2:2 §:ssä asetetaan nykyisin myös vaatimus tietojen tasapuolisesta antamisesta.²⁸ Esitedirektiivin 15 artiklan 5 kohdan mukaan jos esitettä ei vaadita direktiivin nojalla, liikkeeseenlaskijan tai tarjoajan toimittamat ja kokeneille sijoittajille tai tietyille kohderyhmälle suunnatut olennaiset tiedot, on saatettava tiedoksi kaikille sijoittajaryhmille, joille tarjous on suunnattu. Koska pykälässä esitetty vaatimus on yleisluonteinen, soveltuu se kuitenkin myös tapauksiin, joissa esite on lain perusteella laadittava. Siten kyseinen tasapuolinen tietojenantamisedellytys ulottuu myös esimerkiksi tilainteisiin, jossa arvopapereita tarjotaan eri sijoittajaryhmille, kuten yleisölle ja institutionaalisille sijoittajille. Myös tällöin on vaatimuksen tietojen tasapuolisesta antamisesta toteuduttava. Tiedoille asetettu olennaisuusvaatimus kuitenkin käytännössä tarkoittaa sitä, että myös esitettä olisi tällöin täydennettävä ja, jos arvopaperi olisi listattu, tieto olisi julkistettava myös lain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella ja sitä voimassa olevan lain 2 luvun 7 §:ssä koskevia menettelyjä noudattaen.

Tasapuolisuuden vaatimus tarkoittaa esimerkiksi sitä, että tarjouksen järjestäjänä toimivan sijoituspalveluyrityksen, jos se antaa kyseisestä arvopaperin liikkeeseenlaskijasta erityisiä tietoja joillekin kyseiseen kohderyhmään kuuluville asiakkailleen, pitäisi antaa vastaavat tiedot myös mahdollisten muiden kohderyhmien käytettäväksi. Tähän tilanteeseen soveltuu kuitenkin yhtäältä edellä mainittu tiedon olennaisuuskriteeri ja toisaalta myös se, onko tieto mahdollisesti jo muualla ilmaistu.

²⁷ Kohta 5.2.1 (16).

²⁸ Vaatimus lisättiin AML 2:2 §:ään esitedirektiivin implementoinnin yhteydessä ja se perustuu esitedirektiivin 15 artiklan 5 kohtaan.

Täten esimerkiksi pelkistä julkisista tiedoista koottu analyysi ja sen johtopäätökset eivät yleensä ole uutta olennaista tietoa.²⁹

2.1.3 Velvollisuus laatia esite

2.1.3.1 Esitteen laatimisvelvollisuus

Velvollisuudesta julkistaa esite säädetään AML 2:3:ssä. Sen mukaan arvopapereiden liikkeeseenlaskija, tarjoaja ja se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii tarjouksesta tai liikkeeseenlaskusta, on velvollinen laatimaan AML:n mukaisen esitteen. Velvollisuus julkistaa esite perustuu esitedirektiiviin (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/71/EY).

Esitteen jaetaan kahteen kategoriaan. Listautumisen yhteydessä ja arvopapereiden tarjoamisen yhteydessä, kun arvopaperit sisältyvät tarjoukseen, jonka yhteenlaskettu vasta-arvo laskettuna 12 kuukaudelta on yli 2,5 miljoonaa euroa, on laadittava esitedirektiivin vaatimusten mukainen esite. Sen sijaan arvopapereiden tarjoamisen osalta, kun tarjous jää edellä mainittua raja-arvoa alemmaksi, voidaan laatia ns. kansallinen esite. Kansallisen esitteen sisältöä koskevat vaatimukset on asetettu esitedirektiivin vaatimuksia vähäisemmiksi. Kansallisen esitteen asemesta voidaan aina laatia esitedirektiivin mukainen esite.

Esitedirektiivin mukaisesta esitteestä säädetään tarkemmin komission esiteasetuksessa EY N:o 808/2004 ja siltä osin kuin siitä ei säädetä komission esiteasetuksessa valtiovarainministeriön esiteasetuksessa 452/2005 (VMA 452/2005). Kansallisen esitteen vähimmäisisällöstä, sisältö koskevista poikkeuksista ja annettavien tietojen esittämistavasta säädetään valtiovarainministeriön esiteasetuksessa 538/2005 (VMA 538/2005).

²⁹ HE 38/2005.

Esitedirektiivissä säädetään tilanteista, jolloin esitettä ei tarvitse laatia arvopapereiden tarjoamisen yhteydessä. Nämä arvopapereiden tarjoamistilanteet on implementoitu EU-esitteestä annettuun VMA:een (452/2005) ja kansallisesta esitteestä annettuun VMA:een (538/2005). Esiteasetusten mukaan³⁰ esitettä ei tarvitse laatia, jos arvopapereita yksinomaan kokeneille sijoittajille³¹ tai heidän lisäksi tai ainoastaan Suomessa alle 100 sijoittajalle, jotka eivät ole AML:ssa tarkoitettuja kokeneita sijoittajia. Esitettä ei tarvitse myöskään laatia, jos arvopapereita tarjotaan hankittavaksi vähintään 50 000 euron arvosta sijoittajaa kohti tai vähintään 50 000 euron suuruisina osuuksina. Lisäksi esitettä ei tarvitse laatia, jos 12 kuukauden ajanjaksolla yhteenlaskettavat tarjoukset ovat vastikkeeltaan alle 100 000 euroa.³² Esite on kuitenkin julkistettava, jos arvopapereiden edelleen jakaminen lopullisille sijoittajille ei

³⁰ VM:n valtuus perustuu AML 2:3.4 §:ään: Valtiovarainministeriön asetuksella säädetään tarkemmin esitteen julkistamisajankohdasta ja julkistamistavoista sekä tapauksista, joissa esitedirektiivin mukaan ei ole esitteen julkistamisvelvollisuutta ja joissa jäsenvaltio voi direktiivin mukaisesti sallia poikettavan esitteen julkistamisvelvollisuudesta. Valtiovarainministeriön asetuksella voidaan lisäksi säätää poikkeuksista velvollisuuteen julkistaa esite, kun arvopapereita tarjotaan yleisesti hyödyllisen, pääasiassa muun kuin voittoa tavoittelevan toiminnan rahoittamiseksi tai kun direktiiviä ei sen soveltamisalan vuoksi muuten sovelleta arvopaperiin.

³¹ AML 1:4.5 §:n mukaan kokeneella sijoittajalla tarkoitetaan

- 1) edellä 4 momentin 1 ja 3–6 kohdassa tarkoitettua ammattimaista sijoittajaa;
- 2) Suomen valtiota, suomalaista kuntaa ja kuntayhtymää sekä niihin rinnastettavaa ulkomaista valtiota ja sen alueellisia hallintoyksiköitä;
- 3) Kansainvälistä valuuttarahastoa, Euroopan investointipankkia ja muita vastaavia kansainvälisiä oikeushenkilöitä;
- 4) oikeushenkilöä, joka täyttää viimeksi päättyneeltä täydeltä tilikaudelta laaditun tilinpäätöksen tai konsernitilinpäätöksen mukaan enintään yhden seuraavista vaatimuksista: a) keskimäärin palveluksessa alle 250 henkilöä; b) taseen loppusumma enintään 43 000 000 euroa; c) liikevaihto enintään 50 000 000 euroa;
- 5) oikeushenkilöä, jonka yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa ja joka täyttää viimeksi päättyneeltä täydeltä tilikaudelta laaditun tilinpäätöksen tai konsernitilinpäätöksen mukaan vähintään kaksi 4 kohdan vaatimuksesta ja joka on omasta pyynnöstään merkitty 4 a §:ssä tarkoitettuun rekisteriin;
- 6) luonnollista henkilöä, jonka kotipaikka on Suomessa, joka on merkitty omasta pyynnöstään 4 a §:ssä tarkoitettuun rekisteriin ja joka täyttää vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista: a) hän on toteuttanut hakemusta edeltävänä neljänä vuosineljänneksenä keskimäärin vähintään 10 arvopaperikauppaa vuosineljännestä kohden; b) hänen lain soveltamisen piiriin kuuluvien arvopaperiomistustensa arvo on yli 500 000 euroa; c) hän työskentelee tai on työskennellyt vähintään yhden vuoden ajan rahoitusallalla tietämystä arvopaperisijoittamisesta vaatineissa tehtävissä;
- 7) muuta sellaista kotimaista tai ulkomaista oikeushenkilöä, joka harjoittaa vastaavaa toimintaa kuin 1–3 kohdassa mainitut sijoittajat tai jotka ovat arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY (esitedirektiivi) 2 artiklan 1 kohdan e alakohdassa määriteltyjä kokeneita sijoittajia.

³² Poikkeukset perustuvat esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohtaan.

täytä poikkeusten edellytyksiä.³³ Esimerkiksi tilanne, jossa emissionjärjestäjä ostaa tai merkitsee tarjotut arvopaperit ja myy ne loppusijoittajille, edellyttää esitteen laatimista.

Esiteasetuksessa säädetään myös tilanteissa, joissa rahoitustarkastus voi esitedirektiivin perusteella EU-esitteen osalta hakemuksesta myöntää osittain tai kokonaan poikkeuksen arvopaperin tarjoamiseen liittyvästä esitteen julkistamisvelvollisuudesta.³⁴ Vastaavasti

³³ VMA 452/2005 6.3 §

³⁴ VM:n esiteasetuksen 8 §:ssä luetellaan ne tilanteet, joissa Rahoitustarkastus voi myöntää poikkeuksen esitteen julkistamisesta arvopaperien yleisölle tarjoamisen yhteydessä. Poikkeamismahdollisuus on olemassa, jos

- 1) osakkeita tai osuuksia tarjotaan korvauksena jo liikkeeseen lasketuista samanlaisista osakkeista tai osuuksista ja edellyttäen, että tällaisten uusien osakkeiden tai osuuksien liikkeeseenlasku ei merkitse osake- tai osuus-, lisäosuus- tai sijoitusosuuspääoman korottamista;
- 2) arvopapereita tarjotaan yritystalon yhteydessä vaihtotarjouksena ja tarjouksen tekijä on arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:ssä tarkoitetun julkisen ostotarjouksen, 6 luvun 6 §:ssä tarkoitetun lunastustarjouksen tai muun perusteen vuoksi velvollinen julkistamaan esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan ja jos asiakirja on julkistettu;
- 3) arvopapereita tarjotaan vastikkeena osakeyhtiölaissa tai osuuskuntalaissa tarkoitetun sulautumisen tai jakautumisen taikka yhteisömuodon muutoksen yhteydessä ja vastikkeen tarjoaja on julkistanut esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan;
- 4) tarjottavat osakkeet tai osuudet annetaan liikkeeseenlaskijan osakkeen- tai osuudenomistajille vastikkeetta osakeyhtiölaissa (734/1978) tarkoitetussa rahastoannissa tai osuuskuntalaissa (1488/2001) tarkoitetussa rahastokorotuksessa taikka rahana maksettavan osingon tai koron sijaan ne tuottaneiden osakkeiden tai osuuksien kanssa samanlaisina osakkeina tai osuuksina edellyttäen, että tarjoaja julkistaa asiakirjan, joka sisältää tiedot tarjottavien osakkeiden tai osuuksien lukumäärästä ja lajista sekä tarjouksen perusteluista ja ehdoista;
- 5) julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseen laskenut työnantajayritys tai siihen sidoksissa oleva yritys tarjoaa arvopapereita työnantajayrityksen nykyisille tai entisille johtajille tai työntekijöille edellyttäen, että tarjouksen tekijä julkistaa asiakirjan, joka sisältää tiedot tarjottavien arvopaperien lukumäärästä ja lajista sekä tarjouksen perusteluista ja ehdoista; tai
- 6) arvopapereita tarjotaan yleisesti hyödyllisen, pääasiassa muun kuin voittoa tavoittelevan toiminnan rahoittamiseksi.

Listautumisen osalta rahoitustarkastus voi hakemuksesta myöntää osittain tai kokonaan poikkeuksen velvollisuudesta julkistaa esite, jos arvopaperit, joiden ottamista julkisen kaupankäynnin tai sitä Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa vastaavan kaupankäynnin kohteeksi haetaan, ovat:

- 1) osakkeita tai osuuksia, joiden 12 kuukauden ajanjaksolta yhteenlaskettu määrä on vähemmän kuin yksi kymmenesosa samanlaisten ja saman kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteeksi otettujen osakkeiden tai osuuksien lukumäärästä;
- 2) osakkeita tai osuuksia, jotka saadaan vastikkeena jo saman kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteeksi otettujen osakkeiden tai osuuksien tilalle edellyttäen, että tällaisten uusien osakkeiden tai osuuksien liikkeeseenlasku ei merkitse yhtiön osakepääoman taikka osuus-, lisäosuus- tai sijoitusosuuspääoman korottamista;
- 3) arvopapereita, joita on tarjottu yritystalon yhteydessä vaihtotarjouksena ja tarjouksen tekijä on arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:ssä tarkoitetun julkisen ostotarjouksen, luvun 6 §:ssä tarkoitetun lunastustarjouksen tai muun perusteen vuoksi ollut velvollinen julkistamaan esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan ja jos asiakirja on julkistettu;

kansallisen esitteen osalta on säädetty tilanteista, joissa Rahoitustarkastus voi myöntää osittain tai kokonaan poikkeuksen kansalliseen esitteen julkistamisesta.³⁵

4) arvopapereita, joita tarjotaan vastikkeena osakeyhtiölaissa tai osuuskuntalaissa tarkoitetun sulautumisen tai jakautumisen yhteydessä ja vastikkeen tarjoaja on julkistanut esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan;

5) osakkeita tai osuuksia, jotka luovutetaan liikkeeseenlaskijan saman kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden tai osuuksien omistajille vastikkeetta osakeyhtiölaissa tarkoitetussa rahastoannissa tai osuuskuntalaissa tarkoitetussa rahastokorotuksessa taikka rahana maksettavan osingon tai koron sijaan ne tuottaneiden osakkeiden tai osuuksien kanssa samanlaisina osakkeina tai osuuksina edellyttäen, että tarjoaja julkistaa asiakirjan, joka sisältää tiedot kaupankäynnin kohteeksi haettavien osakkeiden tai osuuksien lukumäärästä ja lajista sekä tarjouksen perusteluista ja ehdoista;

6) arvopapereita, joita työnantajayritys tai siihen sidoksissa oleva yritys tarjoaa työnantajayrityksen nykyisille tai entisille johtajille tai työntekijöille, jos yrityksen arvopapereita on jo otettu saman kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteeksi edellyttäen, että tarjouksen tekijä julkistaa asiakirjan, joka sisältää tiedot tarjottavien arvopapereiden lukumäärästä ja lajista sekä tarjouksen perusteluista ja ehdoista;

7) osakkeita tai osuuksia, jotka saadaan vaihdettaessa vaihtovelkakirjoja tai optio-oikeuksiin tai optiotodistuksiin liittyvien oikeuksien nojalla taikka muun arvopaperin oikeuttamana, jos niiden kanssa samanlaisia osakkeita tai osuuksia on jo otettu saman kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteeksi; tai

8) arvopapereita, jotka on otettu toisen kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämän kaupankäynnin kohteeksi edellyttäen, että:

a) arvopaperit tai niiden kanssa samanlaiset arvopaperit ovat olleet yli 18 kuukautta mainitun kaupankäynnin kohteena;

b) arvopapereista on julkistettu arvopaperimarkkinalaissa ja arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY (esitedirektiivi) nojalla Euroopan yhteisöjen komission antamassa asetuksessa tarkoitettu esite tai ennen lain voimaantuloa arvopapereiden ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta annetussa Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivissä 2001/34/EY tarkoitettu listalleottoesite tai sitä koskeneiden vaatimusten mukaan tehty tarjousesite;

c) arvopapereiden kyseisen kaupankäynnin kohteena olon edellytyksenä olevaa arvopaperin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta on noudatettu; ja

d) se, joka hakee arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi, julkistaa esitedirektiivin nojalla Euroopan yhteisöjen komission antamissa säädöksissä tarkoitettua tiivistelmän ja tiedon siitä, missä arvopaperin liikkeeseenlaskijasta ja kyseisestä arvopaperista viimeksi julkistettu esite ja arvopaperin liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkaisemat taloudelliset tiedot ovat saatavissa.

³⁵ Poikkeusten myöntäminen mahdollista, jos

1) arvopapereita tarjotaan yritystalon yhteydessä vaihtotarjouksena ja tarjouksen tekijä on arvopaperimarkkinalain 6 luvun 1 §:ssä tarkoitetun julkisen ostotarjouksen, 6 luvun 6 §:ssä tarkoitetun lunastustarjouksen tai muun perusteen vuoksi velvollinen julkistamaan esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan ja jos asiakirja on julkistettu;

2) arvopapereita tarjotaan vastikkeena osakeyhtiölaissa tai osuuskuntalaissa tarkoitetun sulautumisen tai jakautumisen taikka yhteisömuodon muutoksen yhteydessä ja vastikkeen tarjoaja on julkistanut esitteessä esitettäviä tietoja vastaavat tiedot sisältävän asiakirjan; tai

3) arvopapereita tarjotaan yleisesti hyödyllisen, pääasiassa muun kuin voittoa tavoittelevan toiminnan rahoittamiseksi.

2.1.3.2 Esitteen sisältö ja rakenne

AML 2:3a §:ssä on yleissäännös esitteen sisällöstä. AML 2:3a.1 §:n mukaan esitteessä on annettava sijoittajille riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopapereiden arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmukaisessa ja helposti ymmärrettävässä muodossa.

EU-esitteen sisällöstä säädetään yksityiskohtaisesti komission esiteasetuksessa. Komission esiteasetuksen mukainen esite voi olla joko yksi- tai kolmiosainen asiakirja. Kolmiosainen esite koostuu perusesitteen tiedoista, arvopaperiliitteen tiedoista sekä tiivistelmästä. Perusesitteen ja arvopaperiliitteen tietosisältövaatimukset määräytyvät komission esiteasetuksen ja sen liitteiden mukaisesti sen perusteella, minkälaisesta liikkeeseenlaskijasta ja arvopaperista on kyse. Perusesitteen on sisällettävä tiedot liikkeeseenlaskijasta ja arvopaperiliitteen arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle tai jotka on tarkoitus ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi sekä tiedot itse tarjouksesta. Tiivistelmässä on esitettävä lyhyesti ja yleiskielellä liikkeeseenlaskijaan ja mahdolliseen takaajaan sekä asianomaisiin arvopapereihin liittyvät olennaiset tiedot ja riskit.

Liikkeeseenlaskija voi valita, julkistaako se esitteen yksi- vai kolmiosaisena. Kolmiosaisen esitteen osia voidaan jakaa erillisinä asiakirjoina edellyttäen, että eri osista käy selkeästi ilmi, mistä esitteen muut osat ovat saatavilla. Jos esite on laadittu kolmiosaisena, voidaan perusesitettä käyttää myöhemmin tarjouksen tai listalleoton yhteydessä 12 kuukauden ajan perusesitteen julkistamisesta (AML 2:4d.3). Tällöin tarjouksesta tai listalle hakemuksesta laaditaan ja hyväksytetään uusi arvopaperiliite ja tiivistelmä. Perusesitteen tiedoissa tapahtuneet olennaiset muutokset tulee päivittää arvopaperiliitteessä. Koska perusesite on voimassa 12 kuukautta, kolmiosaisen esitteen osat voidaan laatia eri aikalta. Perusesitettä voidaan käyttää esimerkiksi useammassa

liikkeeseenlaskuissa laatimalla vain arvopaperiliite ja tiivistelmä sekä päivittämällä olennaiset muutoksen arvopaperiliitteeseen.³⁶

Kansallisen esitteen sisällöstä säädetään valtiovarainministeriön asetuksella. Kansallisen esitteen sisältövaatimukset ovat esitedirektiivin vaatimuksia suppeampia. VMA 538/2005 2 §:n mukaan kansalliset esitteet tulee lähtökohtaisesti laatia yksiosaisena. Esitteen tiedot tulee esittää asetuksen mukaisina asiakokonaisuuksina. Rahoitustarkastus voi kuitenkin antaa esitteen hyväksymisen yhteydessä suostumuksen tietojen esittämiseen muunlaisina asiakokonaisuuksina ja muutoin kuin yksiosaisena esitteenä.

Kolmiosaisessa esitteessä perusesitteen on sisällettävä tiedot yhtiöstä, kuten tiedot johdosta ja organisaatiosta, yhtiön liiketoiminnasta sekä tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Vastaavasti arvopaperiliitteen on sisällettävä tiedot arvopaperista, joita tarjotaan yleisölle tai jotka on tarkoitus ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi sekä tiedot itse tarjouksesta. Tiivistelmässä on esitettävä lyhyesti ja yleiskielellä yhtiön ja mahdollisen takaajan sekä kyseisiin arvopapereihin liittyvät olennaiset tiedot ja riskit. (AML 3a.2 §)

Esitteeseen voidaan sisällyttää tietoja viittausmenettelyllä. Viitattut asiakirjat ovat osa esitettä, vaikka ne eivät olisikaan fyysisesti esitteen yhteydessä. Viitattujen asiakirjojen tulee olla aikaisemmin julkistettuja tai esitteen kanssa samanaikaisesti julkistettavia. Tiivistelmään ei voi sisällyttää tietoja viittausmenettelyllä. Viitattuja asiakirjoja voivat olla esimerkiksi aiemmin hyväksytyt esitteet, tilinpäätökset, osavuosikatsaukset, sulautumis- ja jakautumissuunnitelmat, yhtiöjärjestykset ja pörssitiedotteet³⁷. Esitteessä tulee olla luettelo niistä asiakirjoista, jotka on sisällytetty esitteeseen viittaamalla. Luettelosta tulee myös käydä selkeästi ilmi, mihin asiakirjan sisältämiin tietoihin on viitattu. Jos esitteessä viitataan vain asiakirjan tiettyihin osiin, tulee selkeästi todeta muiden tietojen olevan joko tarpeettomia sijoittajan kannalta tai löytyvän muulta esitteestä.

³⁶ Parkkonen (2007), s. 22.

³⁷ Ks. esiteasetuksen 28 art.

Esitedirektiivi jakaa kielivaatimukset yhtäältä sen mukaan, onko kyseessä tarjous vai listaus vain yhdessä ETA-valtiossa, ja toisaalta sen mukaan, mikä on liikkeeseenlaskun kotipaikka. Jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi yksinomaan Suomessa, esite tulee laatia suomen tai ruotsin kielellä.³⁸ Rahoitustarkastus voi erityisestä syystä antaa suostumuksen esitteen laatimiseen muulla kielellä³⁹. Rahoitustarkastuksen standardin 5.2a mukaan Rahoitustarkastus voi erityisestä syystä antaa suostumuksen esitteen laatimiseen englannin kielellä. Erityisenä syynä voi olla esimerkiksi se, että 1) esite laaditaan osakkeiden lisäerän listaamiseksi yrityskaupan tai ns. private placementin yhteydessä edellyttäen, että yhtiön toiminta tai koko ei tehdyn yrityskaupan tai private placementin takia muutu olennaisesti, 2) joukkovelkakirja tarjotaan pääasiassa muille yleisölle kuin Suomessa, 3) esite koskee warrantteja tai muita vastaavia johdannaisarvopapereita, tai 4) englanninkielinen esite ei vaaranna sijoittajien tiedonsaantia kohderyhmän suppeuden, asiantuntemuksen ja kielitaidon vuoksi.

Jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi yksinomaan Suomessa, mutta liikkeeseenlaskun kotipaikka on muut ETA-valtio, on esite laadittava joko kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä tai Ratan hyväksymällä muulla kielellä. Rahoitustarkastus voi kuitenkin vaatia, että ilmoitukseen liitetään suomen tai ruotsin kielellä taikka kummallakin niillä käännetty esitteen tiivistelmä.⁴⁰ Jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi Suomessa ja samalla arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi muussa ETA-valtiossa, esite on laadittava esitteen liikkeeseenlaskun kotivaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä sekä kutakin kohdevaltiota varten joko kunkin kohdevaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä tai kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä

³⁸ AML 2:3d.1

³⁹ AML 2:3d.2 §.

⁴⁰ AML 2:4 e §.

kielellä.⁴¹ Jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi pelkästään muussa ETA-valtiossa kuin Suomessa, esite on laadittava liikkeeseenlaskupaikan kotipaikan viranomaisen hyväksymällä kielellä ja kohdevaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä tai kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä.⁴² Esitteen tiivistelmä on kuitenkin aina käännettävä kunkin kohdevaltion viranomaisen vaatimuksesta yhdelle tai useammalle viralliselle kielelle.⁴³

Jos muita kuin oman pääoman ehtoisia arvopapereita, joiden nimellisarvo tai kirjanpidollinen vasta-arvo on vähintään 50 000 euroa, haetaan julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi yhdessä tai useammassa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, esite voidaan laatia kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla yleisesti käytetyllä kielellä tai kunkin vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä. Esitteen tiivistelmä on vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisen vaatimuksesta käännettävä sen vaatimalle yhdelle tai useammalle viralliselle kielelle.⁴⁴

Komission esiteasetuksessa liitteissä säädetään eri arvopapereiden, esiteosien ja liikkeeseenlaskijoiden esitevaatimuksista. Esitteessä on oltava tietoa liikkeeseenlaskijasta sekä muun muassa sen liiketoiminnasta, riskitekijöistä, organisaatorakenteesta, johdosta, työntekijöistä, omistajista ja lähipiiritoimista. Esitteestä on oltava myös erillinen osio riskitekijöistä. Siinä on esitettävä selkeästi riskit, jotka liittyvät yhtiöön tai sen toimialaan. Esitteessä on mainittava kaikki henkilöt, jotka ovat vastuussa perusesitteestä tai jostakin siinä esitetyistä tiedoista.

Keskeisen osan esitettä muodostaa taloudellinen informaatio. Taloudellisina tietoina on annettava muun muassa keskeiset taloudelliset tiedot, toiminnallinen ja taloudellinen asema, rahoituksen lähteet, tulosenusteet ja -arviot, historialliset taloudelliset tiedot,

⁴¹ VMA 452/2005 5.2§

⁴² VMA 452/2005 5.1§

⁴³ Vaatimus perustuu esitedirektiivin 19 artikla 2 kohtaan.

⁴⁴ VMA 452/2005 5.3 §.

pro forma –muotoiset taloudelliset tiedot sekä taloudelliset tiedot, jotka eivät ole peräisin liikkeeseenlaskijan tilintarkastetuista tilinpäätöksistä.⁴⁵

Esitteessä on oltavat tiivistelmä taloudellisista tiedoista (keskeiset taloudelliset tiedot). Näiden tietojen on sisällettävä tunnusluvut, jotka antavat yleiskuvan yhtiön taloudellisesta asemasta. Komission esiteasetus edellyttää, että keskeiset taloudelliset tiedot tulee sisällyttää kaikilta niiltä kausilta, joilta tilinpäätöstietoja tai osavuositietoja tulee antaa.⁴⁶ Rahoitustarkastus suosittaa standardissaan 5.2a, että keskeisinä taloudellisina tietoina esitetään ainakin tilinpäätöksen yhteydessä esitetyt tunnusluvut sekä tunnuslukujen laskentakaavat. Lisäksi voidaan esittää muita taloudellisia tietoja, mikäli näiden katsotaan olevan oleellisia liikkeeseenlaskijalle. Muut taloudelliset tiedot voivat olla esimerkiksi tilinpäätöksistä tai osavuositarkastuksista johdettuja tunnuslukuja tai perustua muuhun esitteessä esitettyyn taloudelliseen tietoon. Tällöin tulee perustella, miksi tietoja esitetään, sekä tietojen lähteet, laskentakaavat ja tarvittaessa täsmäytyslaskelmat tilinpäätöstietoihin.⁴⁷

Tilinpäätöstiedot

Komission esiteasetuksen mukaiseen esitteeseen tulee sisällyttää tilintarkastetut IFRS-standardien mukaisesti laaditut tilinpäätökset vähintään kolmelta viimeksi kuluneelta tilikaudelta tai muiden kuin oman pääoman ehtoisten arvopaperien osalta kahdelta viimeksi kuluneelta tilikaudelta tai vastaavalta lyhyemmältä jaksolta, jona liikkeeseenlaskija on harjoittanut liiketoimintaa. Esitteeseen tulee sisällyttää suomalaisen liikkeeseenlaskijan tilinpäätös sellaisena kuin se kirjanpitolaisissa (1336/1997, KPL) määritellään. Näin ollen esitteeseen tulee konsernitilinpäätösten lisäksi sisällyttää myös toimintakertomukset ja emoyhtiön tilinpäätökset vaadituilta tilikausilta. Toimintakertomukset voidaan poikkeusluvalla jättää esitteestä pois, mikäli vastaavat tiedot esitetään muualla esitteessä. Tällöin tilintarkastajan tulee antaa lausunto

⁴⁵ Ks. komission esiteasetus liite 1.

⁴⁶ Ks. komission esiteasetus liite 1, kohta 3.

⁴⁷ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2 a.

siitä, antavatko taloudelliset tiedot esitettä varten oikean ja riittävän kuvan liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta.

Komission esiteasetuksen mukaisessa osake-esitteessä tulee esittää taloudelliset tiedot kahdelta viimeksi päättyneeltä tilikaudelta samoja tilinpäätösperiaatteita noudattaen ja samassa muodossa kuin liikkeeseenlaskijan seuraavalta kokonaiselta tilikaudelta julkistettava tilinpäätös. Jos liikkeeseenlaskija on laatinut tilinpäätöksensä kansallisten tilinpäätösstandardien mukaisesti ja hakee arvopapereitaan ensimmäisen kerran listalle, tiedot on oikaistava IFRS-standardien mukaiseksi. Tällöin tilintarkastetut oikaistut tilinpäätöstiedot voidaan sisällyttää esitteeseen virallisten vuositilinpäätösten asemesta.

Jos yhtiön on julkistanut osavuositaisia taloudellisia tietoja viimeisen tilintarkastelun tilinpäätöksen jälkeen, ne on liitettävä perusesitteeseen. Jos perusesite on päivitetty yli yhdeksän kuukautta viimeksi kuluneen tilintarkastetun tilikauden päättymisen jälkeen, siihen on sisällytettävä osavuosikatsaus, joka kattaa ainakin kuluvan vuoden tilikauden ensimmäiset kuusi kuukautta. Yhtiön on annettava esitteessä myös selvitys viimeksi julkistetun tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen jälkeisistä merkittävistä muutoksista yhtiön taloudellisessa tai liiketoiminnallisessa asemassa. Jos tällaisia muutoksia ei ole tapahtunut, on tästäkin mainittava.

Yhtiön on kuvattava esitteessä aikakin kuluva tilikautta koskevat tiedot yhtiön liiketoimintaa tai toimintaympäristöön liittyvistä suuntauksista, epävarmuustekijöistä, vaateista, sitoumuksista tai tapahtumista, joiden voidaan kohtuullisen todennäköisesti odottaa vaikuttavan merkittäväällä tavalla yhtiön tulevaisuuden näkymiin. Samoin sen on kuvattava sen tuotannon, myynnin, varastojen, kustannusten ja myyntihintojen kehityksen merkittävimmät viimeaikaiset suuntaukset aina edeltävän tilikauden lopusta esitteen päiväykseen asti.⁴⁸

Tiedot rahoituksesta sekä toiminnallisesta ja taloudellisesta asemasta

⁴⁸ Komission esiteasetus liite 1 kohta 12.1 ja 12.2.

Osakkeen liikkeeseenlaskijan on selostettava esitteessä laajasti analysoiden toiminnallista ja taloudellista asemaansa ja siinä tapahtuneita muutoksia (operating and financial review). Analyysi on laadittava samalta ajanjaksolta, jolta tilinpäätös- ja osavuosikausitiedot annetaan. Erityisesti edellytetään yksilöityjä ja laajoja tietoja rahoitusrakenteesta, rahoituksen lähteistä sekä rahoitustarpeesta.

Komission esiteasetuksen mukaisissa osake-esitteissä tulee antaa selvitys liikkeeseenlaskijan liiketoiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta, niissä tapahtuneissa muutoksissa ja syistä kaikilta tilikausilta ja osavuosikausilta, joilta taloudellisten tietojen antamista edellytetään. Rahoitustarkastus on standardissa 5.2a katsonut, että liikkeeseenlaskijan toiminnallisen ja taloudellisen aseman kuvan on esitteen keskeisintä tietoa, sillä sen tarkoituksena on auttaa sijoittaja ymmärtämään liikkeeseenlaskijan liiketoimintaa kokonaisuudessaan. Rahoitustarkastus suosittaa, että kuvauksessa toimintaa ja taloudellista asemaa tulee analysoida johdon näkökulmasta. Esitteen ymmärrettävyyden ja helpon analysoitavuuden edistämiseksi kuvaus tulee esittää yhtenä kokonaisuutena eikä esimerkiksi viittaamalla toimintakertomuksiin ja osavuosikatsauksiin. Kuvauksen voidaan yhdistellä myös muita komission esiteasetuksen asiakokonaisuuksia, kuten rahoituksen lähteet, tutkimus ja kehittäminen ja investoinnit.

Kuvauksen tulee sisältää merkittävät toimintaympäristöön sekä toimintaan ja taloudelliseen asemaan vaikuttaneet suuntaukset ja tekijät. Kuvauksessa tulee antaa selvitys syistä merkittäviin muutoksiin taloudellisissa tiedoissa. Siinä tulee analysoida tulokseen ja rahavirtoihin vaikuttaneita osatekijöitä ja kertoa, mitkä tekijät ovat toistuvia ja mitkä kertaluonteisia. Kuvauksessa tulee analysoida myös merkityksellisempiä tase-eriä ja muita yhtiön käytössä olevia resursseja, ellei niitä ole käsitelty muualla esitteessä.

Toiminnallisen ja taloudellisen aseman kuvauksen laadinnassa tulisi noudattaa seuraavia kohderyhmän, ajanjakson, luotettavuuden ja vertailukelpoisuuden kuvauksia

koskevia periaatteita. Kohderyhmän kuvauksessa tulee keskittyä seikkoihin, joilla on merkitystä sijoittajille yhtiön liiketoiminnan ymmärtämiseksi kokonaisuudessaan. Kuvauksen tulee olla ymmärrettävä ja kattava, eikä sitä laadittaessa voida olettaa, että sijoittajilla on ennalta yksityiskohtaista tietoa liikkeeseenlaskijan toimialasta tai toimintaympäristöstä. Ajanjakson kuvauksessa tulee käsitellä tasapuolisesti kaikkia historiallisten taloudellisten tietojen kattamia kausia. Historiallista kehitystä tulee tarkastella suhteessa liikkeeseenlaskijan pidemmän aikavälin tavoitteisiin. Luotettavuuden kuvauksessa tulee käsitellä tasapuolisesti ja puolueettomasti sekä positiivisia että negatiivisia seikkoja. Johdon tulee varmistaa, että kuvauksessa käsitellään myös sellaisia epäedullisia seikkoja, joiden poisjättäminen voisi johtaa sijoittajia harhaan. Jos tällaiset seikat on kuvattu muualla esitteessä, niihin tulisi viitata. Vertailukelpoisuuden kuvauksen tulee olla vertailukelpoinen tilikaudesta toiseen. Vertailtavuutta muihin liikkeeseenlaskijoihin tulisi edistää käyttämällä analyysissa yleisesti käytettyjä ja hyväksytyjä mittareita.

Tulosennusteet ja arviot

Tulosennusteiden tai –arvioiden antaminen esitteessä on vapaaehtoista. Yhtiön ei ole pakko antaa tulosennustetta esitteessä. Jos yhtiö antaa tulosennusteen tai –arvion esitteessä, on siinä annettava myös selvitys tärkeimmistä oletuksista, joihin liikkeeseenlaskija on perustanut ennusteensa tai arvionsa. Komission esiteasetuksessa on tulosennusteita⁴⁹ ja -arvioita⁵⁰ sekä niistä annettavaa tilintarkastajan lausuntoa koskevia erityisiä vaatimuksia. Tulosennusteessa tai –arviossa on eroteltava selkeästi toisistaan oletukset seikoista, joihin yritysjohto⁵¹ voivat vaikuttaa, seikoista, johon yritysjohto ei voi millään tavoin vaikuttaa. Tulosennusteessa tai –arviossa tehdyt

⁴⁹ Komission esiteasetuksen 2 artiklan mukaan tulosennusteella tarkoitetaan ilmaisua, jossa eksplisiitisti tai implisiitisti mainitaan kuluvan katsauskauden ja/tai sitä seuraavien katsauskausien todennäköistä liikevoittoa tai tappiota kuvaava luku tai vähimmäis- tai enimmäisluku tai joka sisältää tietoa, joista tulevaa liikevoittoa tai –tappiota kuvaavaa lukua koskeva laskelma voidaan tehdä, vaikka ei mainittaisi mitään erityistä lukua eikä käytettäisi ”tulos”- sanaa.

⁵⁰ Komission esiteasetuksen 2 artiklan mukaan tulosarviolla tarkoitetaan tulosennustetta jo päättyneeltä katsauskaudelta, jonka tulos ei ole vielä julkistettu.

⁵¹ Yritysjohdolla tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan hallinto- johto- ja valvontaelinten jäseniä.

oletusten on oltava sijoittajien helposti ymmärrettäviä. Lisäksi niiden on oltava yksityiskohtaisia ja täsmällisiä eivätkä ne saa liittyä ennusteen taustalla olevien arvioiden yleiseen täsmällisyyteen.⁵²

Tulosennusteesta tai –arviosta on annettava tilintarkastajan lausunto siitä, että ennuste on asianmukaisesti laadittu esitettyjen tietojen perusteella ja että tulosennusteesta tai –arviossa esitetyt laskelmat noudattavat liikkeeseenlaskijan tilinpäätöksen laatimisperiaatteita.⁵³ Oman pääoman ehtoisten arvopaperien osalta Rahoitustarkastus edellyttää tilintarkastajan lausuntoa myös tulosennusteesta tai –arviosta, joka on annettu osana säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, joka otetaan osaksi esitettä joko sellaisenaan tai viitattuna asiakirjana.⁵⁴ Tulosennuste tai -arvio on laadittava taloudellisten tietojen kanssa vertailukelpoisten tietojen perusteella. Jos aiemmin vielä voimassa olevassa esitteessä on annettu tulosennuste, liikkeeseenlaskijan on annettava lausunto siitä, onko kyseinen ennuste paikkansapitävä. Jos tulosennuste ei ole asianmukainen, liikkeeseenlaskijan tulee antaa selvitys syistä.⁵⁵ Rahoitustarkastus edellyttää myös säännöllisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä annetun tulosennusteen tai –arvion paikkansapitävyyden arvioimista. Listatun arvopaperin osalta, jos tulosennusteet eivät enää pidä paikkaansa, tieto tulee julkistaa myös AML 2:7 §:n mukaisesti.⁵⁶

Muut tiedot

Liikkeeseenlaskijan on annettava sen hallitusta ja ylintä johtoa koskevia tietoja, kuten tietoja yhtiön johdon ja yhtiön mahdollisista eturistiriidoista. Osakkeen liikkeeseenlaskijan on selostettava myös hallitusten jäsenten ja johdon henkilöhistoria sekä erityisesti tiedot konkurseista tai saaduista tuomioista. Liikkeeseenlaskijan on

⁵² Komission esiteasetus liite 1 kohta 13.1.

⁵³ Komission esiteasetus liite 1 kohta 13.2.

⁵⁴ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2a luku 6.4.4 kappale 57.

⁵⁵ Komission esiteasetus liite 1 kohta 13.3 ja 13.4

⁵⁶ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2a luku 6.4.4 kappale 56.

tuotava esiin noudattaako se paikallista hyvää hallintoa (Corporate Governance) koskevaa suositusta.

Osakkeen liikkeeseenlaskijan on sisällytettävä esitteeseen tiivistelmä muun muassa jokaisesta tavanomaisen liiketoiminnan ulkopuolella tehdystä merkittävästä sopimuksesta, jonka osapuolena on liikkeeseenlaskija tai sen konserniin kuuluva yritys. Joukkovelkakirjalainojen tai johdannaisarvopaperien liikkeeseenlaskijan on vastaavasti annettava pääpiirteittäin kuvan sellaisista tavanomaisen liiketoiminnan ulkopuolella tehdyistä sopimuksista, joilla voi olla vaikutusta liikkeeseenlaskijan kykyyn vastata sitoumuksistaan.

Liikkeeseenlaskijan on selostettava arvopaperitarjoukseen tai listaukseen osallistuvien asiamiesten, kuten emissionjärjestäjän, intressit järjestelyssä. Myös liikkeeseenlaskusta kertyvien varojen käyttöä on selostettava. Osakkeen liikkeeseenlaskijan on sisällytettävä arvopaperiliitteeseen lausunto käyttöpääoman riittävydestä sekä pääomarakenteesta ja velkaantuneisuudesta.

Liikkeeseenlaskijan on pidettävä esitteen voimassaoloajan yleisön nähtävillä määrättyjä asiakirjoja. Näitä ovat yhtiöjärjestys tai esitteessä mainitut asiakirjat. Esitteeseen sisällytettävistä, kolmansilta osapuolilta saaduista tiedoista edellytetään tietolähteestä ilmoittamista ja liikkeeseenlaskijan vakuutusta tietojen asianmukaisesta toistamisesta. Liikkeeseenlaskijan esittämien asiantuntijalausuntojen osalta on ilmoitettava vahvistus siitä, että asiantuntija on suostunut lausunnon liittämiseen esitteeseen. Yleisön nähtävillä pidettävät asiakirjat eivät, toisin kuin esitteen viittaamalla sisällytetyt asiakirjat, ole kuitenkaan osa esitettä

2.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

2.2.1 Osavuositarkastus

Kirjanpitolaissa ei ole säännöksiä osavuositarkastuksesta, vaan osavuositarkastukset laatimisvelvollisuus ja sen sisältö perustuu AML:iin. AML 2:5 §:ssä säädetään listayhtiön velvollisuudesta laatia ja julkistaa osavuositarkastus. Osavuositarkastusten julkistamistiheys riippuu siitä, minkä tyyppinen arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Kaikkien julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on laadittava osavuositarkastus kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan.⁵⁷ Osakkeiden ja niitä vastaavan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on kuitenkin laadittava tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta osavuositarkastus. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin päättää, ettei se julkaise osavuositarkastusta tilikauden kolmelta eikä yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta, jos se yhtiön koko, toimiala tai muu vastaava seikka huomioon ottaen on perusteltua. Tällöin liikkeeseenlaskijan on julkistettava ns. johdon osavuotinen selvitys.

58

Neljännesvuosittainen osavuotistarkastusten julkistaminen on kuitenkin pääsääntö. Valtiovarainministeriön asetuksessa säädetään poikkeuksista osavuotistarkastuksen julkistamiselle. Liikkeeseenlaskija voi päättää, ettei se julkaise tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta osavuositarkastusta, vaan johdon osavuotisen selvityksen, kun jokin seuraavista edellytyksistä täyttyy: 1) yhtiön liikkeeseen laskemien osakkeiden ja niihin rinnastettavien arvopaperien markkina-arvo on enintään 75 miljoonaa euroa silloin, kun yhtiö päättää antaa johdon osavuotisen selvityksen ja julkistaa arvopaperimarkkinalain 2 luvun 5 c §:n 1 momentin mukaan tiedon siitä; 2)

⁵⁷ AML 2:5.2 §:n mukaan AML 2:5.1 §:n momentissa tarkoitettu 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. 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.

⁵⁸ Liikkeeseenlaskijan on tällöin julkistettava tilikauden ensimmäisen ja toisen kuuden kuukauden aikana 5 c §:ssä tarkoitettu johdon osavuotinen selvitys.

yhtiön toimiala ja liiketoiminnan luonne sekä niiden tasaisuus huomioon ottaen, voidaan erityisestä syystä katsoa, että sijoittajien tiedonsaanti voidaan riittävästi varmistaa johdon osavuotisella selvityksellä; 3) yhtiön päätoimiala on sijoitustoiminta ja yhtiö on päättänyt säännöllisesti julkistaa osakekohtaisen nettovarallisuuden ja sen perusteena olevan yhtiön nettovarallisuuslaskelman useammin kuin kolmen kuukauden välein; 4) yhtiön osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena toisessa Euroopan talousalueeseen kuuluvassa valtiossa, muttei Suomessa, ja tämä valtio ei edellytä yhtiöiden julkistavan osavuosikatsauksia tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta; tai 5) jos Rahoitustarkastus muutoin vastaavassa tilanteessa hakemuksesta päättää, että muun yhtiöön tai sen liikkeeseen laskemaan arvopaperiin liittyvän erityisen seikan johdosta julkistaminen ei ole sijoittajansuojan kannalta tarpeellista.

Osavuosikatsauksen laatiminen on kytketty kirjanpitolainsäädäntöön ja sen periaatteisiin.⁵⁹ AML:n 5 a.1 §:n mukaan osavuosikatsauksen tulee kirjanpitolain tavoin antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta. Osavuosikatsaus on laadittava noudattaen samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksessä. Lisäksi osavuosikatsauksessa tulee olla selostusosa ja taulukko-osa.

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.⁶⁰ Niin ikään selostusosassa on annettava kuvaus liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan riskeistä ja epävarmuustekijöistä sekä arvioitava liikkeeseenlaskijan todennäköistä kehitystä kuluvana tilikautena siinä määrin kuin se on mahdollista ja esitettävä selvitys seikoista, joihin arvio perustuu.⁶¹

⁵⁹ KPL 3:2 §:n mukaan tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen tulee antaa oikeat ja riittävät tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta (oikea ja riittävä kuva)

⁶⁰ AML 2:5 a.3 §.

⁶¹ AML 2:5 a.4 §.

Valtiovarainministeriön asetuksessa 153/2007 säädetään selostusosassa annettavista tiedoista. Asetuksen 2 §:n mukaan selostusosassa on esitettävä sellaiset merkittävät tapahtumat ja liiketoimet, jotka koskevat liikkeeseenlaskijan: 1) liiketoiminnan luonnetta ja rakennetta; 2) yritys- ja liiketoimintakauppoja, investointeja, kehitystoimenpiteitä sekä toimintojen lopettamisia; 3) keskeisiä uusia markkina-alueita ja tuotteita; 4) muutoksia liiketoiminnan näkymissä ja markkina-asemassa; 5) tuloskehitystä; 6) tase- ja rahoitusaseman muutoksia; 7) toimintaympäristön muutoksia. Jos katsauksessa annetaan tunnuslukuja, niiden esittämisen on oltava johdonmukaista. Katsauksessa on selostettava siinä annettavien tunnuslukujen laskentaperiaatteet sekä muutokset tunnuslukujen laskentaperiaatteissa tai esittämisessä. Selostusosassa on ilmoitettava osakelajeittain liikkeeseenlaskijan ja sen tytäryhteisöjen hallussa olevien omien osakkeiden kokonaismäärät, yhteenlasketut kirjanpidolliset vasta-arvot tai nimellisarvot sekä suhteelliset osuudet kaikkien osakkeiden lukumäärästä ja yhteenlasketuista äänimääristä.

Osavuosisikatsauksen taulukko-osa on laadittava noudattaen kirjanpitolaissa tarkoitettuja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja osavuosisikatsauksista eli IAS 34 -standardin mukaisesti. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin laatia tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta suppean taulukko-osan.⁶² Suppeammalla osavuosisikatsauksella pyritään alentamaan erityisesti pienten liikkeeseenlaskijoiden säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta aiheutuvaa kustannusrasitusta.⁶³

Valtiovarainministeriön asetuksen (153/2007) 3 §:ssä säädetään suppean taulukko-osan laatimisesta. Suppea taulukko-osa laaditaan noudattaen osavuosisikatsauksia koskevia kirjanpitolaissa tarkoitettuja kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja lukuun ottamatta seuraavia liitetietojen esittämistä koskevia vaatimuksia: 1) vieraan ja oman pääoman ehtoisten arvopaperien liikkeeseenlaskut, takaisin Hankinnat 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

⁶² AML 2:5 a.2 §

⁶³ Ks. Avoimuusdirektiivi –työryhmän mietintö, s. 34.

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). Suppean taulukko-osan laativan liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava osavuosikatsauksessa, että se on laadittu noudattaen IFRS-standardien kirjaamis- ja arvostuseriaatteita, mutta sen laadinnassa ei ole noudatettu kaikkia IAS 34 -standardin vaatimuksia.

Osavuosikatsauksessa esitettävien tietojen on oltava vertailukelpoisia edellisen tilikauden vastaavan katsauskauden tietoihin.⁶⁴ Jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, osavuosikatsaus annetaan konsernin tietoina.⁶⁵ Jos liikkeeseenlaskijan tilintarkastaja on tarkastanut osavuosikatsauksen, tilintarkastajan on ilmoitettava lausunnossaan, missä laajuudessa tarkastus on suoritettu. Tilintarkastajan lausunto on liitettävä osavuosikatsaukseen. Jos tilintarkastaja ei ole tarkastanut osavuosikatsausta, liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava tästä osavuosikatsauksessa.⁶⁶

Osavuosikatsaus on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kahden kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Julkistamisajankohta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.⁶⁷

2.2.2 Tilinpäätöstiedote

Liikkeeseenlaskijan, jonka osake tai siihen rinnastettava arvopaperi on otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi, on julkistettava tilinpäätöstiedote välittömästi tilinpäätöksen

⁶⁴ AML 2:5a.5 §.

⁶⁵ AML 2:5a.6 §.

⁶⁶ AML 2:5a.7 §.

⁶⁷ AML 2:5b §.

valmistumisen jälkeen.⁶⁸ Tilinpäätöstiedotteen sisältöä koskevat nykyisin samat vaatimukset kuin osavuotiskatsaustakin.⁶⁹⁷⁰ Tilinpäätöstiedotteen tulee siis antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Kuten osavuosikatsauksessa, tilinpäätöstiedotteessa vaaditaan sekä selostusosa että taulukko-osa. Tilinpäätöstiedotteen selostusosassa on osavuosikatsauksessa annettavien tietojen lisäksi ilmoitettava hallituksen esitys voittoa tai tappiota koskeviksi toimenpiteiksi sekä annettava selvitys liikkeeseenlaskijan jakokelpoisista varoista.⁷¹ Taulukko-osa voidaan laatia joko IAS 34 –standardia noudattaen tai suppean taulukko-osan mukaisesti.⁷² AML:n näkökulmasta tilinpäätöstiedotetta voidaankin pitää sisältönsä samankaltaisuutensa vuoksi viimeiseltä neljännekseltä annettuna osavuosikatsauksena.

Pörssin säännöissä täydennetään tilinpäätöstiedotteen sisältöä. Pörssin sääntöjen mukaan pörssiyhtiön on tilinpäätöstiedotteessaan lisäksi esitettävä: 1) Tiedot osakekohtaisesta tuloksesta tilikauden ja edellisen tilikauden osalta; 2) Tiedot osakekohtaisesta omasta pääomasta tilikauden lopussa edellisen tilikauden lopun vertailutietoineen; ja 3) Rahavirtalaskelma tilikaudelta. Rahavirtalaskelmasta on ilmennettävä liiketoiminnan, investointien ja rahoituksen rahavirrat. Liiketoiminnan sekä investointien rahavirroista käy ilmi vähintään yhteismääränä saadut ja suoritettut rahavirrat. Rahoituksen rahavirroista on käytävä ilmi ainakin vieraan pääoman lisäys ja vähennys, maksetut osingot ja muut oman pääoman muutokset.⁷³

2.2.1 Johdon osavuotinen selvitys

⁶⁸ AML 2:6a.1 §.

⁶⁹ AML 2:6a.2 §.

⁷⁰ Avoimuusdirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä tilinpäätöstiedotteen sisältö muutettiin siten, että aiemmasta sääntelystä poiketen velvollisuutta tilinpäätöksen pääkohtien julkistamiseen ei enää ole.

⁷¹ AML 2:6a.2 §.

⁷² Ks. AML 5 a.2 §.

⁷³ Ks. Arvopaperipörssin säännöt, s.32.

AML 2:5.4 §:n mukaan liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilikauden ensimmäisen ja toisen kuuden kuukauden johdon osavuotinen selvitys, jos se ei julkaise osavuosisikatsausta tilikauden kolmelta eikä yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Lähtökohtana johdon osavuotisen selvityksen sallimisessa oli, ettei liikkeeseenlaskijoille aiheuteta ylimääräisiä kustannuksia samalla kun turvataan sijoittajien riittävän informaation saaminen.⁷⁴

Aikeista julkistaa vain johdon osavuotinen selvitys on tiedotettava etukäteen. Liikkeeseenlaskijan on ennen tilikauden alkamista julkistettava tieto siitä, jos liikkeeseenlaskija ei julkaise osavuosisikatsausta tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta sekä perusteet julkaisematta jättämiselle.⁷⁵ Liikkeeseenlaskijan on julkistettava johdon osavuotinen selvitys aikaisintaan kymmenen viikkoa asianomaisen kuuden kuukauden ajanjakson alkamisesta ja viimeistään kuusi viikkoa ennen sen päättymistä. Johdon osavuotisen selvityksen julkistamisajankohta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.⁷⁶

Johdon osavuotisessa selvityksessä on annettava yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella julkistamisajankohtaan asti. Selvityksessä on selostettava katsauskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan.⁷⁷ Jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, johdon osavuotinen selvitys annetaan konsernin tietoina.⁷⁸

2.2.3 Tilinpäätös ja toimintakertomus

⁷⁴ HE 174/2006.

⁷⁵ AML 2:5c.1 §.

⁷⁶ AML 2.5c.3 §.

⁷⁷ AML 2:5c.2 §.

⁷⁸ AML 2:5c.4 §.

Listayhtiön tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamisvelvollisuudesta säädetään AML:ssa.⁷⁹ Julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään viikkoa ennen sitä kokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. (AML 2:6.1)⁸⁰

Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ohessa on julkistettava tilintarkastuskertomus. Jos tilikauden aikana kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta tai pidennetyn tilikauden 12 ensimmäiseltä kuukaudelta laadittua osavuosikatsausta ei tilintarkastajien käsityksen mukaan ole laadittu sitä koskevien säännösten mukaisesti, tästä on ilmoitettava tilintarkastuskertomuksessa. Liikkeeseenlaskijan on kuitenkin julkistettava tilinpäätös ja toimintakertomus sekä tilintarkastuskertomus välittömästi, jos tilintarkastaja antaa muun kuin tilintarkastuslain (459/2007) 15 §:n 3 momentissa tarkoitetun vakimuotoisen lausunnon tai esittää suorittamansa tilintarkastuksen perusteella tilintarkastuslain 15 §:n 4 momentissa tarkoitetun huomautuksen taikka toteaa, että selvitystä hallinto- ja ohjausjärjestelmästä ei ole annettu tai että se on ristiriidassa tilinpäätöksen kanssa.

Listayhtiön tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen laatimisvelvollisuudesta säädetään sen sijaan KPL:ssa. Listayhtiön on laadittava tilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja (IFRS-standardit) noudattaen. KPL 7 a:2 §:n mukaan kirjanpitovelvollisen⁸¹, jonka liikkeeseen laskemat arvopaperit ovat arvopaperimarkkina-alueissa tarkoitetun julkisen kaupankäynnin tai sitä vastaavan kaupankäynnin kohteena Euroopan talousalueeseen kuuluvan valtion lainsäädännön alaisessa arvopaperipörssissä, tulee laatia konsernitilinpäätöksensä kansainvälisiä

⁷⁹ KPL 3:10 §:n mukaan rekisteröitäväksi ilmoitetun tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamismenettelystä säädetään erikseen.

⁸⁰ AML 2:6.2 §:n mukaan 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.

⁸¹ Kirjanpitovelvollisuudesta säädetään KPL:n 1:1 §:ssä.

tilinpäätösstandardeja noudattaen. Jos kirjanpitovelvollinen ei ole KPL:n mukaan velvollinen laatimaan konsernitilinpäätöstä, sen tulee laatia tilinpäätöksensä kansainvälisiä tilinpäätösstandardeja noudattaen.⁸² Emoyhtiön erillispäätös voidaan siis laatia kirjanpitolain säännösten mukaisesti, mutta se voidaan laatia myös IFRS-standardien mukaisesti.

IFRS-standardien mukaisesti laaditun tilinpäätöksen laatimista ohjaa IASB:n antamat standardit ja niihin perustuvat tulkinnat, jotka on hyväksytty sovellettavaksi EU:ssa. IFRS tilinpäätöksen on annettava oikea kuva yhteisön taloudellisesta asemasta, taloudellisesta tuloksesta ja rahavirroista. Tältä osin AML 2:6 § poikkeaa sanamuodoltaan IFRS-standardeista. AML 2:6 § edellyttää oikean ja riittävän kuvan antamista. Tämän ei kuitenkaan katsota muuttaneen oikean ja riittävän kuvan käsitettä, vaan kyse on asiallisesti samasta asiasta.⁸³ Oikean kuvan antaminen edellyttää, että liiketoimen, muiden tapahtumien ja olosuhteiden vaikutuksen esitetään todenmukaisesti. IFRS-standardien noudattamisen ja lisätietojen antamisen tarvittaessa oletetaan johtavan oikean kuvan antavaan tilinpäätökseen. Tilinpäätöksen voidaan sanoa olevan IFRS-standardien mukainen vain silloin, kun se täyttää IFRS-standardien kaikki vaatimukset. IFRS-standardien edellyttämiä tietoja ei siten voida esittää ainoastaan toimintakertomuksessa. Yhtiön on annettava tilinpäätöksessään ehdoton ja varaukseton lausuma siitä, että tilinpäätös on IFRS-standardien mukainen.⁸⁴

Toimintakertomuksen sisällöstä säädellään pääosin kirjanpitolainsäädännössä. KPL 3:1.4 §:n mukaan listayhtiön tilinpäätökseen on liitettävä toimintakertomus, jossa annetaan tiedot kirjanpitovelvollisen toiminnan kehittymistä koskevista seikoista. Toimintakertomuksessa on arvioitava kirjanpitovelvollisen toiminnan laajuuteen ja rakenteeseen nähden tasapuolisesti ja kattavasti merkittävimpiä riskejä ja epävarmuustekijöitä sekä muita kirjanpitovelvollisen liiketoiminnan kehittymiseen vaikuttavia seikkoja samoin kuin sen taloudellista asemaa ja tulosta. Arvion tulee

⁸² Ks. konsernitilinpäätöksen laatimisvelvollisuudesta KPL 6:1§.

⁸³ Parkkonen (2007), s. 36

⁸⁴ Parkkonen (2007), s. 36.

sisältää keskeisimmät tunnusluvut kirjanpitovelvollisen liiketoiminnan sekä taloudellisen aseman ja tuloksen ymmärtämiseksi. Tässä tarkoituksessa on myös esitettävä tunnusluvut ja muut tiedot henkilöstöstä ja ympäristötekijöistä sekä muista mahdollisista kirjanpitovelvollisen liiketoiminnassa merkityksellisistä seikoista. Tarvittaessa arvioissa on esitettävä täydentävää tietoa ja lisäselvityksiä tilinpäätöksessä ilmoitetuista luvuista. (KPL 3:1.5 §) Sen lisäksi toimintakertomuksessa tulee esittää tiedot olennaisista tapahtumista tilikaudella ja sen päättymisen jälkeen ja arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä sekä selvitys tutkimus- ja kehitystoiminnan laajuudesta (KPL 3:1.6 §).

Kirjanpitolautakunta (Kila) on antanut yleisohjeen, joka koskee toimintakertomuksen tehtävää ja sisältövaatimuksia. Kila pitää toimintakertomusta tilinpäätöstä täydentävä ja selventävä asiakirja. Toimintakertomuksen tulee olla tulevaisuuteen suuntautunut, jossa kuvataan ne kehityssuunnat ja tekijät, jotka ovat merkityksellisiä sidosryhmille kirjanpitovelvollisen nykyisen ja vastaisen toiminnan arvioimiseksi pitkän tähtäyksen tavoitteiden toteutumisen kannalta. Toimintakertomuksen tavoitteena on sidosryhmien tiedontarpeen tyydyttäminen kuitenkin siten, että toimintakertomuksen tietosisältö tulee kohdistaa ensisijaisesti seikkoihin, jotka koskevat kirjanpitovelvollisen tulosta ja taloudellista asemaa.⁸⁵

Kirjanpitolainsäädännön ohessa myös arvopaperimarkkinalainsäädännössä on asetettu vaatimuksia listayhtiön toimintakertomukselle. Tilinpäätöksen ohella nykyisin myös toimintakertomuksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta (AML 2:6.3).⁸⁶ Liikkeeseenlaskijan on lisäksi

⁸⁵ Kilan yleisohje s. 8-10.

⁸⁶ Vaatimus oikean ja riittävän kuvan antamisesta perustuu myös IFRS-standardiin. IAS 1 kappaleen 13 mukaan ”Tilinpäätöksen on annettava oikea kuva yhteisön taloudellisesta asemasta, taloudellisesta tuloksesta ja rahavirroista. Oikean kuvan antaminen edellyttää, että liiketoimien, muiden tapahtumien ja olosuhteiden vaikutukset esitetään todenmukaisesti ja yleisissä perusteissa annettujen varojen, velkojen, tuottojen ja kulujen määritelmien ja kirjaamiskriteerien mukaisesti. IFRS-standardien noudattamisen ja lisätietojen antamisen tarvittaessa oletetaan johtavan oikean kuvan antavaan tilinpäätökseen.”

esitettävä toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä.⁸⁷

Valtiovarainministeriön asetuksen (153/2007) 5 §:ssä säädetään tarkemmin toimintakertomuksen sisällöstä. Toimintakertomuksessa on esitettävä muun muassa: 1) tilauskannasta; 2) osakkeiden omistuksen jakautumisesta; 3) yhtiön tiedossa olevista osakkeen- tai osuudenomistajista, jotka suoraan tai välillisesti omistavat vähintään viisi prosenttia sen osakkeiden äänimäärästä tai osakkeiden lukumäärästä sekä kymmenestä sen osakkeiden äänimäärästä ja kymmenestä sen osakkeiden lukumäärästä eniten omistavasta osakkeenomistajasta; 4) yhtiön tiedossa olevista henkilöistä, joilla on AML:ssa tarkoitettu määräysvalta; 5) yhtiön tiedossa olevista sen osakkeen- tai osuudenomistajien omistukseen ja äänivallan käyttöön liittyvistä sopimuksista ja järjestelyistä, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon; 6) yhtiön johdon omistusosuudesta liikkeeseenlaskijan liikkeeseen laskemista osakkeista ja optio-oikeuksista sekä heidän osuudesta liikkeeseenlaskijan osakkeiden tai osuuksien äänimäärästä sekä osuus äänimäärästä ja osakkeiden lukumäärästä, jonka he voivat saada näiden optio-oikeuksien nojalla; 7) osakkeista tai osuuksista ja ääniosuudesta, jotka liikkeeseen laskettujen optio-oikeuksien nojalla voidaan saada; ja 8) liikkeeseenlaskijan hallituksella olevasta valtuutuksesta omien osakkeiden hankkimiseen tai luovuttamiseen tai ilmoitus, että valtuutusta ei ole.

Toimintakertomuksessa on esitettävä keskeiset taloudellista kehitystä kuvaavat tunnusluvut kolmelta viimeiseltä tilikaudelta taikka jos liikkeeseenlaskija ei ole toiminut kolmea täyttä tilikautta, sen toiminta-ajalta. Lisäksi toimintakertomuksessa on esitettävä tietyt asetuksessa luetellut osakekohtaiset tunnusluvut.⁸⁸

Toimintakertomuksessa on myös kerrottava seikoista, jotka voivat vaikuttaa julkiseen ostotarjoukseen: Tällaisia seikkoja ovat VMA 157/2005 6 §:n mukaan: 1) liikkeeseenlaskijan osakelajit ja niihin oikeuttavat arvopaperit; 2) eri osakelajeihin

⁸⁷ Tältä osin laki tulee voimaan 1.9.2008. Ks. HE 27/2008.

⁸⁸ VMA 153/2007 5.2 §.

liittyvät oikeudet ja velvollisuudet sekä kunkin osakelajin osuus liikkeeseenlaskijan osakkeiden lukumäärästä ja äänimäärästä; 3) lunastus- ja suostumuslausekkeet sekä muut rajoitukset osakkeiden tai niihin oikeuttavien arvopaperien siirroille; 4) osakkeet tai niihin oikeuttavat arvopaperit, joihin liittyy erityisiä oikeuksia liikkeeseenlaskijan päätöksenteossa; 5) liikkeeseenlaskijan tiedossa olevat 4 kohdassa tarkoitettujen osakkeiden ja arvopaperien haltijat; 6) päätöksentekomenettely työntekijöiden omistusjärjestelyssä, jos he eivät käytä välittömästi päätöksenteko-oikeuttaan; 7) äänioikeuden rajoitukset; 8) järjestelyt, joissa liikkeeseenlaskija on osallisena ja joilla osakkeeseen tai siihen oikeuttavaan arvopaperiin liittyvät taloudelliset oikeudet ja arvopaperin hallinta on erotettu toisistaan; 9) säännökset ja yhtiöjärjestyksen määräykset hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten ja toimitusjohtajan valitsemisesta ja erottamisesta sekä yhtiöjärjestyksen muuttamisesta; 10) hallituksen ja hallintoneuvoston sekä toimitusjohtajan toimivalta, erityisesti osakkeiden liikkeeseen laskemisessa ja omien osakkeiden hankinnassa; 11) merkittävät sopimukset, joissa liikkeeseenlaskija on osallisena ja jotka tulevat voimaan tai joita voidaan muuttaa tai joiden voimassaolo voi päättyä, jos määräysvalta yhtiössä vaihtuu julkisen ostotarjouksen seurauksena; 12) edellä 11 kohdassa tarkoitettujen sopimusten vaikutukset, jollei julkistamisesta ole vakavaa haittaa liikkeeseenlaskijalle; 13) hallituksen tai hallintoneuvoston jäsenen taikka toimitusjohtajan tai työntekijän ja liikkeeseenlaskijan väliset sopimukset, jotka koskevat korvauksia, kun hän eroaa tai hänet erotetaan tai kun hänen toimensa muuten päättyy julkisen ostotarjouksen seurauksena.

Myös OYL:ssa asetetaan vaatimuksia toimintakertomuksen sisällölle. Toimintakertomuksessa on oltava hallituksen esitys yhtiön voittoa koskeviksi toimenpiteiksi sekä esitys mahdollisesta muun vapaan oman pääoman jakamisesta.⁸⁹ Toimintakertomuksessa on ilmoitettava yhtiön osakkeiden määrä osakelajeittain ja kutakin osakelajia koskevat yhtiöjärjestyksen pääasialliset määräykset sekä

⁸⁹ OYL 8:5.2 §.

pääomailainoista pääasialliset lainaehdot ja lainoille kertynyt kuluksi kirjaamaton korko.⁹⁰ Myös yhtiön ulkomaiset sivuliikkeet on ilmoitettava toimintakertomuksessa.⁹¹ Toimintakertomuksessa on erikseen ilmoitettava rahalainat, vastuut ja vastuusitoumukset yhtiön lähipiiriin kuuluvalla sekä niiden pääasialliset ehdot, jos rahalainojen, vastuiden ja vastuusitoumusten yhteismäärä ylittää 20 000 euroa tai viisi prosenttia yhtiön taseen omasta pääomasta.⁹² Toimintakertomuksessa on annettava selostus erinäisistä rakenne- ja rahoitusjärjestelyistä kuten osakeantien ja optio-oikeuksien antamista koskevien päätösten pääasiallisesta sisällöstä sekä näitä koskevistä hallituksen voimassa olevista valtuuksista.⁹³ Samoin toimintakertomuksessa on annettava tiedot omista osakkeista, kuten yhtiön ja sen tytäryhteisöjen hallussa ja panttina olevien yhtiön ja emoyhtiön osakkeiden kokonaismäärät sekä suhteelliset osuudet kaikista osakkeista ja osakkeiden tuottamista äänistä sekä tilikauden aikana yhtiölle tulleet ja pantiksi otetut omat ja emoyhtiön osakkeet sekä niiden luovuttaminen ja mitätöiminen. Myös omien osakkeiden hankintaan liittyviä tietoja on annettava, kuten miten osakkeet ovat yhtiölle tulleet ja niistä maksettu vastike.⁹⁴

2.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella pyritään turvaamaan markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedon saantiin.⁹⁵ Julkisen kaupankäynnin osalta jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 2:7 §:ssä.⁹⁶ Sen mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan

⁹⁰ OYL 8:5.3 §.

⁹¹ OYL 8:5.4. §

⁹² OYL 8:6 §.

⁹³ OYL 8:7 §.

⁹⁴ OYL 8:8 §.

⁹⁵ HE 137/2004, s. 51.Ks. myös Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b, s. 12.

⁹⁶ Meklarilistan osalta jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 2:7 §:n kanssa samansisältöisessä AML 4a:13 §:ssä. Meklarilistan kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin

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

Tarkempaa sisältöä säännöksellä ei ole vaan liikkeeseenlaskijan on itse arvioitava, mikä vaikutus eri päätöksillä ja seikoilla voi olla sen arvopaperin arvoon sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat järkevät sijoittajat olennaisen hintavaikutuksen mahdollisuutta yleensä todellisena ja siten todennäköisesti ottaisivat kyseisen tiedon huomioon sijoituspäätöstä tehdessään.⁹⁷ Hallituksen esityksen 137/2004, mukaan säännös edellyttää päätöksen tai seikan vaikutuksen ennakkoharkintaa, joten päätöksen tai seikan myöhemmällä todellisella vaikutuksella ei ole merkitystä arvioitaessa säännöksen noudattamista. Tukea tiedon olennaisuuden arvioinnille voi myös hakea esimerkiksi siitä, miten sijoittajat tai muut markkinatoimijat ovat aikaisemmin reagoineet liikkeeseenlaskijan tai jonkun toisen liikkeeseenlaskijan julkistamiin vastaavankaltaisiin tietoihin taikka tietoihin, jotka muutoin ovat tulleet julkisiksi. Tiedottamisen johdonmukaisuuden näkökulmasta arvioon tiedon olennaisuudesta voi myös vaikuttaa se, mitä liikkeeseenlaskija on aikaisemmin kertonut itsestään julkisuuteen. Jos liikkeeseenlaskija on esimerkiksi julkistanut tavoitteitaan johonkin liiketoiminta-alueeseen liittyen, on yleensä perusteltua julkistaa myös näihin tavoitteisiin pääsemisen edistyminen ja mahdolliset tavoitteiden muutokset.⁹⁸

Julkistettavia päätöksiä voivat olla esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, jotka koskevat tilinpäätöstä, osakeantia tai osingonjakoa, sekä liikkeeseenlaskijan toiminnan tai organisaation merkittävät järjestelyt, nimitykset ja muut liiketoimet.

liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset itseään koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Lain esitöiden mukaan meklarilistan tiedonantovelvollisuutta tulee lähtökohtaisesti arvioida AML 2:7 §:n tiedonantovelvollisuutta lievemmin. Koska meklarilistalla kaupankäynnin kohteena olevat tulevat monissa tapauksissa poikkeamaan esimerkiksi kooltaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä, on tällä pyritty helpottamaan listautumisesta aiheutuvia velvoitteita.

⁹⁷ HE 137/2004, s. 51. Ks. myös samansisältöisesti HE 157/1988, s. 29: Päätöksen tai seikan julkistamistarve riippuu tiedon olennaisuudesta: tiedolla on omiaan olennaisesti vaikutettava osakkeen arvoon. Mikä tahansa vähäinen vaikutus ei siis laukaise tiedonantovelvollisuutta.

⁹⁸ HE 137/2004, s. 52.

Liikkeeseenlaskijalle voi syntyä tiedottamisvelvollisuus myös ylimmän johtonsa liikkeeseenlaskijan arvopapereita koskevista kaupoista, jos tällainen kaupankäynti muuttaa merkittävästi johdon arvopaperiomistuksia.⁹⁹

AML 2:7 velvoittaa julkistamaan liikkeeseenlaskijan toimintaympäristössä esiintyviä tapahtumia, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi sen taloudelliseen asemaan ja tulokseen ja ovat siten omiaan olennaisesti vaikuttamaan sen arvopaperin arvoon. Tällainen julkistettava seikka voi esimerkiksi olla liikkeeseenlaskijan merkittävän asiakkaan konkurssi tai valuuttakurssien muutoksesta johtuvat vaikutukset liikkeeseenlaskijaan liikevaihtoon.¹⁰⁰ Ratan standardin 5.2b mukaan julkistettavia seikkoja voivat olla myös tiedot konserniyhtiöiden, merkittävien asiakkaiden tai tavarantoimittajien taloudellisista tai toiminnallisista vaikeuksista.¹⁰¹ Julkistettavia seikkoja voivat myös olla liikkeeseenlaskijaa koskevat tuomioistuinten tai viranomaisten päätökset.¹⁰² Ratan standardin 5.2b mukaan julkistettavia seikkoja ovat myös tiedot meneillään olevista välimiesmenettelyistä, viranomaiskäsittelyistä tai oikeudenkäynneistä, joilla voi olla olennaista vaikutusta liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan.¹⁰³ Lisäksi julkistettavia seikkoja ovat liikkeeseenlaskijan tietoon tulleet sen osakkaiden tekemät liikkeeseenlaskijaa koskevat osakassopimukset, joissa on päätetty äänivallan käyttöön liittyvistä asioista, jos näillä voidaan olettaa olevan olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.¹⁰⁴

Tiedonantovelvollisuus voi syntyä tilanteissa, joissa kyse ei ole mistään yksittäisestä seikasta tai päätöksestä, vaan useamman tapahtuman summasta, jotka yhdessä ovat omiaan vaikuttamaan olennaisesti liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon. Tiedonantovelvollisuus voi esimerkiksi syntyä tietyn ajanjakson kuluessa tehdyistä usean yrityskaupan kokonaisuudesta, vaikka yksittäisinä mikään yrityskaupoista ei tiedonantovelvollisuuskynnystä ylittäisikään. Liikkeeseenlaskijaan vaikuttaviin

⁹⁹ HE 137/2004, s. 52.

¹⁰⁰ HE 137/2004, s. 52.

¹⁰¹ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b, s. 18-19.

¹⁰² HE 137/2004, s. 52.

¹⁰³ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b, s. 18-19.

¹⁰⁴ HE 137/2004, s. 52.

seikkoihin voidaan lukea myös tilanteet, joissa liikkeeseenlaskijan tuloksen tai taloudellisen aseman kehittyminen poikkeavat merkittävästi siitä, mitä liikkeeseenlaskija on aikaisemmin julkisesti ennakoanut tai mitä voidaan perustellusti liikkeeseenlaskijan aikaisemmin julkistamasta tiedosta päätellä. Tällöin liikkeeseenlaskijalle voi syntyä velvollisuus julkistaa tietoja kehityssuunnastaan tai uusi arvio siitä niin sanottuna tulosvaroituksena.¹⁰⁵¹⁰⁶

Julkistamisvelvollisuuden syntymisen osalta liikkeeseenlaskija saattaa joutua myös arvioimaan sitä koskevan seikan ilmeisyyttä. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi edellä mainitun liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman kehittymisen osalta. Jos liikkeeseenlaskija on esimerkiksi antanut arvionsa tilikauden tuloksesta, sen täytyy myös tilikauden aikana arvioida, käykö jossain vaiheessa todennäköiseksi, että arvioitua tulosta ei saavuteta tai se ylitetään. Tällöin voi olla syytä julkistaa uusi arvio jo huomattavasti ennen tilikauden päättymistä, jos tilikauden aikaisemmasta kehityksestä voidaan perustellusti päätellä, että tulos tulee merkittävästi poikkeamaan aikaisemmin ennakoitusta. Samalla tavalla voidaan joutua arvioimaan esimerkiksi aikaisemmin annettuja arvioita yksittäisen tilauksen, yrityskaupan tai muun liiketoimen vaikutuksesta liikkeeseenlaskijan tulokseen ja taloudelliseen asemaan.¹⁰⁷

Myös pörssin säännöissä luetellaan päätöksiä ja seikkoja, jotka listayhtiön on julkistettava. Sääntöjen mukaan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat mm. seuraavat seikat: 1) osingonjakoehdotus; 2) tilintarkastuskertomus; 3) esitykset yhtiökokoukselle ja yhtiökokouksen päätökset; 4) yhtiöjärjestyksen muutokset; 5) muutokset yhtiön johdossa; 6) osapääomaan tai muuhun varainhankintaan liittyvät muutokset; 7) tulevaisuuden näkymät; 8) muutokset tuloskehityksessä sekä tase- tai rahoitusasemassa; 9) yhteistyösopimukset; 10) yrityskaupat; 11) liiketoiminnan uudelleensuuntaminen; 12) tiedot sulautumisesta, jakautumisesta, saneerauksesta, selvitystilasta ja konkurssista; 13) osakassopimuksista; 14) viranomaisten päätöksistä ja

¹⁰⁵ HE 137/2004, s. 52.

¹⁰⁶ Rahoitustarkastus antoi julkisen varoituksen Cencorp Oyj:lle sen antamista tulevaisuudennäkymistä, jotka Rahoitustarkastuksen näkemyksen mukaan olivat liian optimisista ja poikkesivat merkittävästi ja toistuvasti toteutuneista liikevaihto- ja tuloskehityksestä. Ks. Dnro4/445/2008.

¹⁰⁷ HE 137/2004, s. 52.

toimenpiteistä; sekä 15) tiedot omien osakkeiden hankkimisesta ja luovuttamisesta.¹⁰⁸ Pörssin säännöissä on kuitenkin asetettu lakia pitemmälle meneviä vaatimuksia, joten säännöistä ei voida tehdä suoria päätelmiä AML 2:7 §:n sisällöstä.¹⁰⁹

AML 2:7.1 § edellyttää, että liikkeeseenlaskijan on julkistettava tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvat arvoon omiaan olennaisesti vaikuttava tieto ilman aiheetonta viivytystä. Julkistamisvelvollisuus edellyttää päätöksen julkistamista, jos päätös on asiallisesti tehty, vaikka sitä ei mahdollisesti olisikaan vielä esimerkiksi muodollisesti hyväksytty. Samoin säännös voi edellyttää esimerkiksi jo riittävän yksityiskohtaisen ja luotettavan esi- tai aiesopimuksen julkistamista.¹¹⁰ Rahoitustarkastuksen standardin 5.2b mukaan päätöksen julkistamista ei tule viivyttaa esimerkiksi myöhentämällä päätöksen muodollista hyväksymistä. Valmisteltavana olevia asioita ei yleensä tarvitse julkistaa. Jos valmisteilla olevasta asiasta solmitaan esi- tai aiesopimus, on se julkistettava. Esi- tai aiesopimusta ei kuitenkaan tarvitse julkistaa, jos valmisteilla olevan lopullisen sopimuksen olennaisia osia ja ehtoja ei ole riittävän tarkasti määritelty tai sovittu esi- tai aiesopimuksessa tai jos lopullisen sopimuksen syntyminen on epävarmaa.

Seikkojen osalta liikkeeseenlaskijan on ryhdyttävä valmistelevaan tietojen julkistamista heti, kun julkistettava seikka on tullut sen tietoon. Tiedon katsotaan tulleen liikkeeseenlaskijan tietoon, kun se on tullut yhdenkin liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenen tai toimitusjohtajan tietoon. Täten esimerkiksi toimitusjohtajan on tiedon saatuaan ryhdyttävä toimenpiteisiin, jotka johtavat ilman aiheetonta viivytystä tapahtuvaan tiedon julkistamiseen. Aiheellinen viivytys tiedon julkistamisessa voi olla esimerkiksi tilanne, jossa tiedon todenperäisyys on varmistettava. Aiheellinen viivytys tiedon julkistamisessa voi olla esimerkiksi tilanne, jossa tiedotettava asia edellyttää yhtiön hallituksen käsittelyä. Aiheellinen tilanne voi olla se, että hallitus pitää viipymättä esimerkiksi puhelinkokouksen ennen tiedon julkistamista. Aiheellisella

¹⁰⁸ Ks. arvopaperipörssin säännöt s. 34-39.

¹⁰⁹ Karjalainen, Laurila ja Parkkonen (2005), s. 125.

¹¹⁰ HE 137/2004, s. 52.

viivytyksellä tarkoitetaan käytännössä suhteellisen lyhyttä aikaa, jota asian tiedottamiskuntoon saattaminen vaatii.¹¹¹

Aiheellisen viivytyksen ohella liikkeeseenlaskija voi päättää lykätä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvan tiedon julkistamista, jos lykkäämisellä asetetut edellytykset täyttyvät. AML 2:7.2 §:n mukaan liikkeeseenlaskija voi hyväksyttävästä syystä lykätä tiedon julkistamista ja toimittamista asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle, jos tiedon julkistamatta jättäminen ei vaaranna sijoittajien asemaa ja liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Liikkeeseenlaskijan on viipymättä ilmoitettava Rahoitustarkastukselle ja asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle päätöksestään lykätä tiedon julkistamista ja sen syistä.

AML asettaa siis tiedon lykkäämisellä kolme edellytystä. Ensinnäkin lykkäykselle tulee olla hyväksyttävä syy. Toiseksi tiedon julkistamatta jättäminen ei saa johtaa sijoittajia harjaan. Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on pystyttävä varmistamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. Tämä tarkoittaa sitä, että liikkeeseenlaskijalla on oltava riittävän tehokkaat sisäpiiritiedon hallintamenetelmät ja tieto on kyettävä julkistamaan välittömästi, jos liikkeeseenlaskija ei ole pystynyt varmistamaan sisäpiiritietojen luottamuksellisuutta.¹¹²

Tiedonlykkäämismahdollisuus perustuu markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin (2003/6/EY).¹¹³ Aiemmin liikkeeseenlaskijalla ei ollut päätösvaltaa lykkäämisessä, vaan Rahoitustarkastus voi liikkeeseenlaskijan hakemuksesta myöntää poikkeuksen tiedon julkistamisvelvollisuudesta. Edellytyksenä poikkeuksen myöntämiselle oli, ettei se vaaranna sijoittajien asemaa ja julkistaminen olisi yleisen edun vastaista tai siitä olisi liikkeeseenlaskijalle olennaista haittaa.

Komission markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin nojalla antamassa täytäntöönpanodirektiivissä (2003/124/EY, määritelmädirektiivi) luetellaan

¹¹¹ HE 137/2004.

¹¹² Ks. HE 137/2004, s. 55.

¹¹³ Ks. 6 artiklan 2 kohta.

esimerkkejä, jolloin lykkäykselle on hyväksyttävä syy. Tältä osin määritelmädirektiivi on implementoitu Rahoitustarkastuksen standardiin 5.2b. Lykkäykselle on hyväksyttävä syy, jos tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi käynnissä oleviin yrityskauppa- tai muiden neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun¹¹⁴. Lykkäys voi myös koskea vain osaa yhtä kokonaisuutta koskevista tiedoista. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi yrityskauppaneuvottelujen yhteydessä, missä kauppahinnan julkistamista voi olla syytä lykätä muiden vastaavien käynnissä olevien neuvottelujen ajan.¹¹⁵ Toiseksi lykkäykselle on hyväksyttävä syy, jos liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen liittyvät neuvottelut tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen liittyy vakava ja välitön uhka. Edellytyksenä tällöin on, että tiedon julkistaminen saattaisi vaarantaa vakavasti nykyisten ja potentiaalisten osakkeenomistajien edun haittaamalla liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman parantumiseen pitkällä aikavälillä tähtäävien neuvottelujen loppuunsaattamista.¹¹⁶ Lisäksi lykkäykselle on hyväksyttävä syy, jos on olemassa viranomaisen kielto tiedon julkistamiselle tai ilmaisemiselle.¹¹⁷ Tiedon julkistamista ei voida kuitenkaan lykätä sillä perusteella, että odotetaan liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevien olosuhteiden tai tapahtumien vaikutusten tosiasiallista ilmentymistä.¹¹⁸

Tiedon julkistamisen lykkäämien edellyttää siis kuitenkin tiedon luottamuksellisena säilymistä. Määritelmädirektiivin mukaan tiedon luottamuksellisena säilyminen edellyttää, että ensinnäkin liikkeeseenlaskijalla on oltava järjestelyt sen varmistamiseksi, etteivät sisäpiirintietoja saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtäviensä hoitamiseen tarvitsevat henkilöt.¹¹⁹ Sisäpiirin hallinta tulee varmistaa yrityskohtaisen sisäpiirirekisterin käytöllä.¹²⁰ Toiseksi liikkeeseenlaskijan on varmistettava, että tietojen käyttöön oikeutetut henkilöt tuntevat ja ymmärtävät sisäpiiritiedon hallintaan

¹¹⁴ Määritelmädirektiivin 3 artikla 1a kohta.

¹¹⁵ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b, s. 16.

¹¹⁶ Määritelmädirektiivin 3 artikla 1a kohta.

¹¹⁷ Rahoitustarkastuksen standardi 5.2b, s. 16.

¹¹⁸ Rahoitustarkastuksen standardin 5.2 b, s. 16.

¹¹⁹ Määritelmädirektiivin 3 artikla 2a kohta.

¹²⁰ Rahoitustarkastuksen standardin 5.2 b, kohta 5.4.1 (34).

liittyvät velvollisuudet sekä ovat tietoisia tietojen väärinkäytön tai niiden perusteettoman levittämisen seuraamuksista.¹²¹ Jos sisäpiirintietoa annetaan liikkeeseenlaskijan ulkopuolelle, tulisi tällöin laatia asianmukainen salassapitosopimus. Liikkeeseenlaskijan puolesta tai omaan lukuun toimiva yhteisö voi myös olla velvollinen pitämään omaa yrityskohtaista sisäpiirirekisteriä.¹²² Kolmanneksi liikkeeseenlaskijan on kyettävä julkistamaan tieto välittömästi, jos liikkeeseenlaskija ei pysty varmistamaan sisäpiirintiedon luottamuksellisuutta.¹²³ Yksi viite tiedon luottamuksellisuuden menettämisestä voi olla liikkeeseenlaskijan arvopaperin nousu tai lasku taikka kaupankäyntivolyymien nousu ilman loogista syytä.¹²⁴

Jatkuva tiedonantovelvollisuus edellyttää myös tiedon tasapuolista julkistamista.¹²⁵ AML 2:7.2 §:n mukaan liikkeeseenlaskijan on julkistettava ja toimitettava julkisen kaupankäynnin järjestäjälle julkistamaton ja arvopaperinarvoon olennaisesti vaikuttava tieto, jonka yhtiö tai sen lukuun taikka puolesta toimiva ilmaisee toiselle. Tiedon julkistaminen voi olla tarkoituksellista tai tahatonta. Jos tieto ilmaistaan tarkoituksellisesti, se on julkistettava samanaikaisesti normaalilla tavalla. Jos ilmaiseminen on tahatonta, tieto on julkistettava vastaavasti niin pian kuin mahdollista tiedon tahattoman ilmaisemisen jälkeen.¹²⁶ Julkistamisvelvollisuutta ei kuitenkaan ole, jos tiedon saavaa henkilöä koskee luottamuksellisen tiedon salassapitovelvollisuus riippumatta siitä, perustuuko tämä velvoite lakiin, sääntöihin, yhtiöjärjestykseen vai sopimukseen

AML 2:7.3 edellyttää siis liikkeeseenlaskijaa julkistamaan sisäpiirintieto, jos se ilmaisee sen ulkopuoliselle taholle ja tällä taholla ei ole salassapitovelvollisuutta tiedon suhteen. Vaatimuksella tiedon tasapuolisesta julkistamisesta pyritään siihen, että markkinoilla toimivilla sijoittajilla on yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus liikkeeseenlaskijoita ja näiden arvopapereita koskevan tiedon saantiin. Tiedon

¹²¹ Määritelmädirektiivin 3 artikla 2b kohta.

¹²² Rahoitustarkastuksen standardin 5.2 b, kohta 5.4.1 (35).

¹²³ Määritelmädirektiivin 3 artikla 2c kohta.

¹²⁴ Rahoitustarkastuksen standardin 5.2 b, kohta 5.4.1 (37).

¹²⁵ Säännös perustuu markkinoiden väärinkäyttödirektiivin 6 artiklan 3 kohtaan.

¹²⁶ HE 137/2004, s. 55.

ilmaiseminen voi tapahtua esimerkiksi analyytikko- tai sijoittajatapaamisessa, emission myyntitilaisuudessa tai vaikka yhtiökokouksessa. Tällöin tiedontasapuolinen julkistaminen edellyttää tiedon julkistamista myös muille sijoittajille. Tieto itsessään voi myös koostua useammasta yksittäisestä seikasta, joiden perusteella kuulijalle syntyy käsitys tietokokonaisuuden olennaisuudesta¹²⁷.

Vaatus tiedontasapuolisesta julkistamisesta liittyy oleellisesti sisäpiirintietoon. AML 5:1 §:n mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkisen kaupankäynnin tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

Tiedon tasapuolista julkistamista koskeva säännös soveltuu yhtiöön ja sen lukuun ja puolesta toimivaan. Se ei koske yhtiöstä itsenäisesti toimivaa tahoa, kuten analyytikkoa tai toimittajaa. Yhtiön ulkopuolisen henkilön ilmaisema tieto ei aiheuta liikkeeseenlaskijalle julkistamisvelvollisuutta.¹²⁸ Yhtiön ulkopuolista henkilöäkin koskee sisäpiirin tiedon ilmaisemiskielto.¹²⁹ AML 5:2.2:n mukaan sisäpiiritietoa ei saa ilmaista toiselle, ellei se tapahdu osana tiedon ilmaisevan henkilön työn, ammatin tai tehtävien suorittamista.

2.4 Vahingonkorvausvelvollisuus

AML sisältää säännökset vahingonkorvausvelvollisuudesta. AML 9:2 §:n mukaan: Joka tämän lain tai sen nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisella menettelyllä aiheuttaa vahinkoa, on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon. Vahingonkorvauksen sovittelusta sekä korvausvastuun jakautumisesta kahden tai

¹²⁷ HE 137/2004, s. 55.

¹²⁸ Häyrynen ja Parkkonen (2006), s. 47.

¹²⁹ Parkkonen (2007). s. 55.

useamman korvausvelvollisen kesken on voimassa, mitä vahingonkorvauslain (412/74) 2 ja 6 luvussa on säädetty.

Arvopaperimarkkinalain korvaussäännöksiä ei ole kuitenkaan tarkoitettu tyhjentäviksi. Sijoittajilla on mahdollista saada korvausta yleisen vahingonkorvausoikeuden nojalla tai perustuen muuhun lainsäädäntöön. Vahingonkorvauslaki (412/1974, VahL) voi tulla sovellettavaksi AML:n ohella rinnakkaisena vastuuperusteena, mutta VahL 5:1 rajoittaa velvollisuutta korvata taloudelliset vahingot ellei kyse ole rikosperusteisista vahingonkorvauksista tai VahL 5:1 mukaisista erittäin painavista syistä.¹³⁰ Sijoittaja voi vaatia vahingonkorvausta myös kauppain ja kuluttajansuojain perusteella. Asiallisesti KL ja KSL ei kuitenkaan tuo mitään lisää AML:n mukaiseen vastuuseen.

OYL 22:1 §:n nojalla hallituksen jäsenen, mahdollisen hallintoneuvostojen jäsenen ja toimitusjohtajan vastuu osakkeenomistajaa tai sivullista kohtaan voi syntyä rikkomalla OYL:a tai yhtiöjärjestystä. OYL 22:1 §:ssä tarkoitettu viittaus osakeyhtiölakiin tarkoittaa varsinaisen osakeyhtiölain säännösten rikkomisen lisäksi sellaisten säännösten rikkomista, joita on osakeyhtiölain mukaan noudatettava, kuten tilintarkastuslaki ja kirjanpitolaki.¹³¹ Sen sijaan oikeuskirjallisuudessa on katsottu, että AML:a ei voida rinnastaa OYL:iin.¹³² Näin AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta ei johtoa voi vaatia vahingonkorvausta OYL 22:1 §:n nojalla.

OYL:ssa säädetään ainoastaan yhtiöön johtoon kuuluvien eli hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten sekä toimitusjohtajan, osakkeenomistajien, yhtiökokouksen puheenjohtajan ja tilintarkastajien osakeyhtiöoikeudellisesta vastuusta yhtiötä, osakkeenomistajaa ja kolmatta kohtaan. Osakeyhtiölain sääntelyn ulkopuolelle jää

¹³⁰ VahL 5:1 kuuluu: Vahingonkorvaus käsittää hyvityksen henkilö- ja esinevahingosta sekä 4 a ja 6 §:ssä säädettyin edellytyksin kärsimyksestä. Milloin vahinko on aiheutettu rangaistavaksi säädetyllä teolla tai julkista valtaa käytettäessä taikka milloin muissa tapauksissa on erittäin painavia syitä, käsittää vahingonkorvaus hyvityksen myös sellaisesta taloudellisesta vahingosta, joka ei ole yhteydessä henkilö- tai esinevahinkoon.

¹³¹ Mähönen ja Villa (2006), s. 306-307.

¹³² Ks. Savela (1999), s. 103, Airaksinen ja Jauhiainen (2000), s. 373-374, Savela (2006), s. 136 ja Mähönen ja Villa (2006), s. 306-307.

yhtiön oma vastuu sekä yhtiön eri sidosryhmien kuuluvien henkilöiden henkilökohtainen vastuu muulla kuin osakeyhtiöoikeudellisella perusteella.¹³³

Tilintarkastajan vastuusta säädetään tilintarkastuslaissa (459/2007, TTL). TTL 51 §:n mukaan tilintarkastaja on velvollinen korvaamaan vahingon, jonka hän tilintarkastuslakia, yhteisöä tai säätiötä koskevaa lakia tai yhtiöjärjestystä, sääntöjä tai yhtiösopimusta rikkomalla on aiheutettu osakkaalle yhtiömiehelle tai jäsenelle taikka kolmannelle. Perustelujen mukaan yhteisöllä tai säätiöllä koskevalla lailla tarkoitetaan tilintarkastuksen kohteena olevasta yhtiöstä annettua asianomaista lakia, esimerkiksi osakeyhtiölakia.¹³⁴ Esitevastuussa tilintarkastajan vastuu sijoittaja kohtaan määräytyy TTL:n perusteella ja tilintarkastaja vastuu rajataan tässä yhteydessä tutkimuksen ulkopuolelle. Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuun kehitystarpeita on käsitelty vastikään ilmestyneessä selvityksessä.¹³⁵

Vahingonkorvausvelvollisuudesta ei ole olemassa EU:n tasoista sääntelyä. Esimerkiksi esitedirektiivi jättää kunkin jäsenvaltion itsensä valittavaksi, millaisen vastuun puutteellinen tai virheellinen esite perustaa. Esitedirektiivi 6.1 artiklan ensimmäisessä virkkeessä säädetään: ”Jäsenvaltioiden on varmistettava, että esitteessä annetuista tiedoista ovat vastuussa ainakin liikkeeseenlaskija tai sen hallinto-, johto-, tai valvontaelimet, tarjoaja, kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla ottamista hakeva osapuoli ja takaaja. Artiklan 6.2 ensimmäinen virke velvoittaa jäsenvaltion säätämään siviilioikeudellisista tai hallinnollisista seuraamuksista esitteen vastuussa olevien henkilöiden rikkomusten varalta. Vastaavasti avoimuusdirektiivin 7 artikla edellyttää jäsenvaltioiden varmistavan, että avoimuusdirektiivin mukaan julkistettavista tiedoista ovat vastuussa ainakin liikkeeseenlaskija tai sen hallinto-, johto- tai valvontaelimet, ja se, että niiden vahingonkorvausvelvollisuutta koskevia kansallisia lakeja, asetuksia ja hallinnollisia määräyksiä sovelletaan liikkeeseenlaskijoihin, edellä

¹³³ Mähönen & Villa (2006), s. 277.

¹³⁴ HE 295/1993 vp. Ks. myös Kaisanlahti ja Timonen (2007), s. 60.

¹³⁵ Kaisanlahti & Timonen (2007)

mainittuihin elimiin tai liikkeeseenlaskijoiden vastuullisiin henkilöihin. Vastuun jakautumisesta ja laajuudesta säädetään kuitenkin kansallisesti.¹³⁶

AML:n mukaiseen vastuuseen ja toisaalta muiden lakien mukaiseen vastuuseen liittyy ongelmia. AML:ssä ei määritellä vahingonkorvausvastuun vastuuperustetta, vaan se on jätetty asianomaisten oikeussuhdetta koskevien yleisten vahingonkorvausperiaatteiden mukaisesti ratkaistavaksi.¹³⁷ Voimassa oleva AML 9:2 § jättää avoimeksi, mitkä ovat edellytykset hallituksen ja sen mahdollisen hallintoneuvoston jäsenen ja toimitusjohtajan vastuulle. AML:n mukaisen vastuun on katsottu edellyttävän tuottamusta, vaikka AML 9:2 §:n sanamuodossa sitä ei suoraan mainita.¹³⁸ Voimassa olevassa AML:ssa ei oteta kantaa muuhunkaan tutkimuksen kohteena oleviin kysymyksiin eli todistustaakkaan, vahingon määrään ja velan vanhentumissääntöön, vaan ne on jätetty yleisten vahingonkorvausperiaatteiden mukaisesti ratkaistavaksi.

AML:ssa ei myöskään oteta kantaa vastuuseen ensi- ja jälkimarkkinoilla. Kuten on tullut ilmi, esitteen tulee sisältää säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältämän informaation ja sijoittaja voi perustaa merkintäpäätöksen yksinomaan esitteeseen. Toisaalta esitevastuun perustava virhe vääristää osakkeen arvonmäärittystä jälkimarkkinoilla, jolloin virhe esitteessä voi aiheuttaa vahinkoa myös jälkimarkkinoille. Vastuu ensimarkkinoilla ja jälkimarkkinoilla tuleekin perustua samoihin perusteisiin.

¹³⁶ Ks avoimuusdirektiivin resitaali 17.

¹³⁷ HE 157/1988, s. 57.

¹³⁸ Rudanko (1998), s. 370. Ks. kuitenkin Mäntysaari (2001), s. 189.

3 Vahingonkorvauksen oikeusperusteet

3.1 Vastuumuodot

Vahingonkorvausnormit sääntelevät riskin ja vastuun jakautumista vahingonaiheuttajan ja vahingonkärsijän kesken. Vahingonkorvausoikeus jaetaan usein kahteen osa-alueeseen sen perusteella, onko vahinko aiheutettu sopimuskumppanille vai sivulliselle¹³⁹. Näiden osa-alueiden lisäksi omaksi osa-alueekseen voidaan erottaa erillislainsäädäntöjen mukainen korvausvastuu¹⁴⁰.

Sopimuksen ulkoisella vastuulla eli deliktivastuulla pyritään vaikuttamaan ihmisten käyttäytymiseen ja turvallisuuteen. Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa sopimuksen ulkoiselle vahingonkorvausoikeudelle asetetaan perinteisesti kaksi päätehtävää: lain tulisi olla preventiivinen eli vahinkoa ennalta ehkäisevä ja reparatiivinen eli vahingonkärsijää hyvittävä.¹⁴¹ Sopimuksen ulkoisella vastuulla suojataan ensi sijassa henkilön ja omaisuuden koskemattomuutta¹⁴². Puhtaita varallisuusvahinkoja ei deliktivastuussa lähtökohtaisesti korvata¹⁴³. Vahingonkorvauslain (VahL, 412/1974) 5:1 §:n mukaan sopimuksenulkoisessa vastuussa puhdas varallisuusvahinko korvataan vain, jos vahinko on aiheutettu 1) julkista valtaa käytettäessä, 2) rangaistavalla teolla¹⁴⁴ tai 3)

¹³⁹ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 31, Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 116 ja Hemmo (1998), s. 1.

¹⁴⁰ Ks. esimerkiksi Hemmo (1998), s. 5. Vastuumuodoista on käytetty myös rikkomusvastuun, ulko-obligatorisen vastuun ja lakisääteisen vastuun nimityksiä. Ks. myös Saxén (1975), s. 1.

¹⁴¹ Ks. Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 32 ja Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 12, joiden mukaan näiden tavoitteiden tärkeysjärjestys on turhaa sen vuoksi, että tavoitteiden tärkeysjärjestys ei johda selvästi toisistaan eroavien periaatteiden hyväksymiseen vahingonkorvausoikeutta kehitettäessä.

¹⁴² Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 117.

¹⁴³ Puhtaalla vahingonkorvausvastuulla tarkoitetaan taloudellista vahinkoa, joka ei ole yhteydessä henkilö- tai esinevahinkoon.

¹⁴⁴ Rangaistavaksi säädetty teko tarkoittaa tekoa, josta sellaisenaan on säädetty rangaistus, vaikka tekijä yksittäistapauksessa jäisikin esimerkiksi alaikäisyytensä vuoksi rankaisematta. Myöskään sillä ei ole merkitystä, vaaditaanko kyseisestä teosta samalla rangaistusta. Ks. HE 183/1973 vp, s. 23.

jos korvaamiseen on erittäin painavia syitä¹⁴⁵. Puhtaat varallisuusvahingot voivat tulla korvattavaksi myös silloin, kun oikeussuhteessa on sopimussuhteen kaltaisia piirteitä¹⁴⁶.

Sopimusvastuulla pyritään deliktivastuun tavoin kannustamaan huolellisuuteen ja turvaamaan sopimuskumppanien asema. Sen lisäksi sillä pyritään myös ylläpitämään sopimusinstituution toimivuutta, erityisesti sopimusten sitovuuden periaatetta.¹⁴⁷ Toisaalta sopimusperusteisella vahingonkorvausvastuulla voidaan mahdollistaa myös tehokas sopimusrikkomus. Jos olosuhteet ovat muuttuneet sopimuksen solmimisen jälkeen, on perusteltua sallia sopimuksen rikkominen, mikäli resurssit voidaan kohdistaa sopimuksen osoittamaa tarkoitusta arvokkaampaan käyttötarkoitukseen.¹⁴⁸ Sopimusvastuulla turvataan siis ennen kaikkea sopimuksen tuottama taloudellinen arvo¹⁴⁹.

Tiedottamisvastuun kannalta mielenkiintoinen kysymys on, onko osakkeen merkitsijän tai osakkeenomistajan ja osakkeen liikkeeseenlaskijan välillä sopimussuhdetta. Oikeuskirjallisuudessa on esitetty eroavia mielipiteitä asiasta.¹⁵⁰ Esitevastuutyöryhmän tekemän kannanoton mukaan liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välinen suhde on sopimuksenomainen, koska liikkeeseenlaskija rinnastuu informaation tuottajana arvopaperin myyjään. Tällä kannanotolla pyritään mahdollistamaan ja selkeyttämään sopimusoikeudellisten periaatteiden soveltuvuus vahingonkorvausvastuun arvioinnissa esitevastuussa.

¹⁴⁵ Oikeuskäytännössä erittäin painavina syinä on pidetty muun muassa hyvän lehtimiestavan rikkomista (KKO 1991:79), asianajajan erityistä velvollisuutta toimia tunnollisesti (KKO 1992:44) ja vahingon laatua (KKO 1990:26).

¹⁴⁶ Rudanko (1992), s. 218 ja Savela (1999), s. 221.

¹⁴⁷ Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 117. Korvausvastuun ohella muita oikeussuojakeinoja sopimusrikkomustilanteessa ovat suorituksesta pidättäminen, luontaisuuoritus, virheen korjaus tai muu oikaisu, hinnanalennus, sopimuksen purkaminen, sopimuksen irtisanominen ja vahingonkorvaus sekä erilaiset osapuolten sopimuksella perustetut seuraamukset, kuten sopimussakko, käsirahan menettäminen ja irtaantumiskorvaus. Ks. yksityiskohtaisemmin oikeussuojakeinoista Hemmo (2003b), s. 107–370. Ks. myös Posner (2003), s. 93–141.

¹⁴⁸ Polinsky (1989) ja Harrison (1995). Jos sopimuksen purkaja veloitetaan korvaamaan sopimusrikkomisesta toiselle osapuolelle aiheutuneet vahingot siten, että tämän hyvinvointi ei heikkene, sopimusrikkomuksella saavutetaan niin sanottu pareto-parannus..

¹⁴⁹ Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 117.

¹⁵⁰ Ks. yhteenveto keskustelusta: esitevastuutyöryhmä (2005), s. 33-37.

Osapuolten keskinäisen aseman tarkastelun sijaan, on hyödyllisempää tarkastella vastuumuoto, kuinka hyvin sopimusvastuun tai deliktivastuun periaatteet soveltuvat arvopaperimarkkinoille ja erityisesti tiedottamisvastuuseen. Yksi keskeinen ero vastuumuotojen välillä on, että puhtaiden varallisuusvahinkojen korvaaminen sopimuksenulkoisessa vastuussa on rajoitettua. Tosin arvopaperimarkkinalaissa on säädetty puhtaiden varallisuusvahinkojen kuulumisesta korvattavien vahinkojen piiriin. Toinen keskeinen ero on tuottamusta koskevan todistustaakan jaossa. Sopimuksen ulkoisissa vastuissa näyttötaakka on lähtökohtaisesti vahingon kärsineellä, kun taas sopimusvastuussa vahingonaiheuttajalla on velvollisuus näyttää, että vahinko ei ole seurausta tuottamuksesta.¹⁵¹ Suuri osa korvausoikeudellisia kysymyksiä, kuten tuottamuksen arvostelu, syy-yhteyden vaatimus ja korvauksen määrän laskeminen, ovat samanlaisia riippumatta siitä, onko kysymys sopimus- vai deliktivastuusta.

3.2 Vastuuperusteet

Vahingonkorvausvastuussa tunnetaan useita täyttymisedellytyksiltään erilaisia vastuuperusteita. Vastuuperusteet voidaan erotella lievimmästä ankarimpaan seuraavasti:¹⁵²

- vahingonkärsijän todistustaakkaan perustuva tuottamusvastuu;
- ekskulpaatiovastuu; jossa ratkaisevaa on, kykeneekö suoritusvelvollinen näyttämään, että hän on toiminut huolellisesti velvoitteitaan täyttäessä.
- kontrollivastuu; jossa vastuunsa välttämiseksi suoritusvelvollisen tulee näyttää, että sopimusrikkomus on johtunut virheestä, joka on hänen vaikutusmahdollisuuksiensa ulkopuolella, ja että este on sellainen, ettei häneltä

¹⁵¹ Ks. vastuumuotojen eroista kootusti: Hemmo (2001), s. 463.

¹⁵² Kaisanlahti ja Timonen (2007), s. 19.

voitu kohtuudella edellyttää sen huomioonottamista sopimuksentekohetkellä eikä hän ole voinut kohtuudella voittaa tai välttää esteen seurauksia.

- ankara vastuu;
- poikkeukseton vastuu, jossa korvausvastuu välittömistä vahingoista syntyy, kun suoritus ei vastaa virhemääritelmän mukaisia vaatimuksia, jolloin suoritusvelvollinen ei voi enää tämän jälkeen estää vastuuta edes näyttämällä toteen ylivoimaisen esteen tai muun sellaisen suoritusesteen olemassaolo.

Vahingonkorvausoikeudellisia vastuuperusteita ryhmitellään perinteisesti sen mukaan, edellyttääkö vastuun syntyminen vahingonaiheuttajan tuottamusta. Tällöin vastuuperusteet pelkistyvät tuottamusvastuuseen ja tuottamuksesta riippumattomaan vastuuseen eli ankaraan vastuuseen. Tuottamusvastuussa vastuu seuraa siitä, että vahinko on aiheutettu teolla tai laiminlyönnillä, joka on poikennut vahinkojen välttämiseksi asetetuista vaatimuksista. Ankarassa vastuussa puolestaan ratkaisevaa on se, että vahinkoon johtanut teko on tehty osana sellaista toimintaa, jota koskevat tuottamuksesta riippumattomat vastuunormit; tällöin itse vahinkoon johtanut teko ei ole merkityksellinen vastuun arvioinnissa.

Käytännössä kahtiajako tuottamusvastuuseen ja ankaraan vastuuseen on liian suuripiirteinen. Lainsäädännössä ja oikeuskäytännössä omaksuttuja vastuuperusteita voidaan yksilöidä tarkemmin.¹⁵³ Tuottamuksesta riippumaton vastuu voidaan jakaa ankaraan vastuuseen ja poikkeuksettomaan vastuuseen. Ankara vastuu ja poikkeukseton vastuu eroavat siltä osin, että ankaraan vastuuseen sisältyy joitain vapautumisperusteita, kuten *force majeure* -tyyppisiä, joita poikkeuksettomassa vastuussa ei ole.¹⁵⁴ Käytännössä ankan vastuun ja poikkeuksettoman vastuun ero katsotaan olevan vähäinen.¹⁵⁵

¹⁵³ Hemmo (1998), s. 39-42.

¹⁵⁴ Routamo & Ståhlberg (2000) s. 298-301.

¹⁵⁵ Hemmo (2003), s. 224-226.

Tuottamusvastuu voidaan puolestaan jakaa sen perusteella, kenellä on todistustaakka. Sopimuksen ulkoisessa vastuussa todistustaakka on lähtökohtaisesti vahingonkärsijällä. Vahingonkärsijän todistustaakkaan perustuvassa tuottamusvastuussa korvauksen tuomitseminen edellyttää aina vahingonaiheuttajan tuottamuksen eli huolellisuuden arviointia. Sopimusvastuussa lähtökohtana olevassa ekskulpaatiovastuussa todistustaakka on vahingonaiheuttajalla. Korvauksen tuomitsemien ei suoritushäiriön toteamisen jälkeen edellytä, että velallisen huolellisuus arvioitaisiin ja hänen todettaisiin menetelleen tuottamuksellisesti. Tuottamuskysymys tulee selvitettäväksi ainoastaan, jos velallinen väittää menetelleensä huolellisesti. Mikäli velallinen onnistuu todistamaan toimineensa huolellisesti, hän välttää korvausvelvollisuuden.¹⁵⁶

Kontrollivastuuta pidetään ekskulpaatiovastuuta ankarampana vastuuperusteena. Kontrollivastuusta vapautuminen edellyttää ulkoista suoritusestettä. Velallisen tuottamukselle ei tässä arvioinnissa ole suoranaisesti merkitystä. Välttääkseen kontrollivastuun mukaisen korvausvastuun seuraavien edellytysten on täyttyvä: 1) sopimusrikkomuksen on johduttava esteestä, 2) esteen on oltava velallisen vaikutusmahdollisuuksien ulkopuolella, 3) velalliselta ei voida kohtuudella edellyttää, että hän olisi ottanut kyseisen esteen huomioon sopimuksentekohetkellä ja 4) velallinen ei voi kohtuudella voittaa eikä välttää esteen seuraamuksia.¹⁵⁷

Liikkeellelaskijan vahingonkorvausvastuun tarkastelu voidaan jakaa vastuumuotojen perusteella ensinnäkin siihen, tulisiko listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvä vastuu olla ankaraa vastuuta vai tuottamusvastuuta. Sen jälkeen erityisesti tuottamusvastuun tullessa kysymykseen, tarkastelu voidaan ulottaa siihen, kenellä on todistustaakka.

¹⁵⁶ Hemmo (2003), s. 234.

¹⁵⁷ Hemmo (2003), s. 229.

3.3 Ankara vastuu ja tuottamusvastuu

Ankarasta vastuusta ei ole yleistä säännöstä vahingonkorvausoikeudessa. Lainsäädäntö ja oikeuskäytäntö tuntevat useita vahinkotilanteita, joissa vastuu syntyy, vaikka tahallisuutta ja tuottamusta ei voitaisi todeta. Tuottamuksesta riippumattomasta vastuusta on säännöksiä sekä sopimusoikeudessa että sopimustilanteiden ulkopuolella. Molemmissa tuottamusvaatimus on kuitenkin pääsääntönä vahingonkorvausvastuun syntymiselle. Lisäksi sopimusoikeudessa ankaraa vastuuta ilmenee poikkeuksellisemmin kuin sopimussuhteen ulkopuolisessa vahingonkorvausoikeudessa.¹⁵⁸ Tilanteet, joissa ankaraan vastuuseen on päädytty, poikkeavat merkittävästi toisistaan. Yhteistä niille näyttää olevan ainoastaan se, että toiminnat sisältävät poikkeuksellisen riskin – useimmiten henkilövahinkoriskin. Usein kysymyksessä on toiminta, jossa vahingonkärsijöiden on vaikea välttää vahinko ja vahingonaiheuttaja tavoittelee taloudellista hyötyä.¹⁵⁹ Yhä useammissa tilanteissa ankara vastuu säädetään sille, joka tekniikan kehityksen turvin aiheuttaa poikkeuksellista vaaraa muille. Ankara vastuu on myös säädetty sellaisen elämän alueille, joissa toiminta ei ole erityisen vaarallista, mutta joissa tuottamusvastuuta pidetään aiheutetun riskin vuoksi riittämättömänä.¹⁶⁰

Taloustieteissä usein lähtökohdaksi otetaan, että vahingonkorvauslainsäädännön tehtävänä on kannustaa huolellisuuteen eli yksinkertaisten minimoida vahinkokustannusten ja vahingon torjumisesta aiheutuvien kustannusten summa.¹⁶¹ Lähtökohtana on se, että vahingonkorvausoikeudessa ei yleensä ole järkevää tavoitella vahinkojen minimointia vaan niiden optimointia yhteiskunnallisesti kannattavalle tasolle. Tällöin vahingonkorvausoikeudessa ei voida lähteä siitä, että toimija joutuisi vahingonkorvausvelvolliseksi kaikista mahdollisista vahingoista. Liian tiukasta vahingonkorvausvastuusta seuraisi huolellisuuden lisääntymisen ohella myös toiminnan

¹⁵⁸ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 145.

¹⁵⁹ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 147.

¹⁶⁰ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 146.

¹⁶¹ Calabresi (1970).

vähentäminen, mikä johtaisi yhteiskunnan voimavarojen kannalta liian varovaiseen toimintaan.¹⁶² Toisaalta taloudellisessa mielessä vahingonkorvauslainsäädännössä on kyse myös oikeudenkäyntiprosessin sääntelystä. Tällöin tarkastelun kohteeksi tulevat sellaiset kysymykset, kenellä on todistustaakka, missä ajassa vahingonkorvauskanne on nostettava. Oikeudenkäyntiprosessin sääntelyssä kyse on oikeudenkäyntikustannusten eli prosessikustannusten ja virhekustannuksen minimoimisesta.

Vahingonkorvausnormit sääntelevät riskin ja vastuun jakautumista vahingonaiheuttajan ja vahingonkärsijän kesken. Ankara vastuu johtaa tehokkaaseen lopputulokseen silloin, kun vahingonaiheuttajalla on yksipuolinen mahdollisuus vahinkojen ehkäisyyn. Ankarassa vastuussa vahingonaiheuttaja joutuu kantamaan kaikki toiminnastaan aiheutuvat kustannukset eli myös vahingosta aiheutuvat kustannukset. Tällöin ankara vastuu ohjaa siihen, että vahingonaiheuttaja minimoi kokonaiskustannuksensa eli odotettujen vahinkokustannusten ja vahingon torjuntakustannusten summan.

Tilanne on kuitenkin toinen, jos molemmilta vahingon osapuolilta edellytetään huolellisuutta vahingon välttämiseksi. Jos vahingonaiheuttaja olisi yksin vastuussa vahingosta, ei vahingonkärsijällä olisi kannustinta vahinkojen välttämiseen. Ankarassa vastuussa vahingonkärsijälle olisi periaatteessa yhdentekevää aiheutuuko vahinkoa, koska vahingonkärsijä saisi vahingonkorvauksen täysimääräisenä ja pääsisi siten samaan taloudelliseen asemaan vahinkotapahtumasta riippumatta. Toisaalta ankara vastuu voi johtaa tehokkaaseen lopputulokseen, jos korvausvastuuta sovittelaa vahingonkärsijän myötävaikutuksen vuoksi. Kuitenkin nykyisen oikeustilan vallitessa tuottamusvastuussa vahingonkärsijän myötävaikutus johtaa herkemmin korvausvastuun sovitteluun.¹⁶³ Siten kun todellisuudessa tuottamusvastuussa vahingonkärsijän myötävaikutus johtaa herkemmin korvausvastuun sovitteluun, tuottamusvastuu luo paremman kannustimen vahinkojen välttämiseksi kuin ankara vastuu.

¹⁶² Shavell (2003), s. 2.

¹⁶³ Hemmo (2001), s. 561.

Ankaraa vastuuta on pidetty tarkoituksenmukaisena myös sen vuoksi, että se luo vahingon aiheuttajalle jatkuvan kannustimen kehittää vahingontorjuntamenetelmiä. Sen sijaan tuottamusvastuussa tämä kannustin tyipistyy siihen, että vahingon aiheuttaja pyrkii olemaan siinä määrin huolellinen, ettei hänen toimintaansa katsota tuottamukselliseksi ja siten vahingonkorvausvelvollisuutta luovaksi. Tuottamusvastuussa vahingonaiheuttajan ei tarvitse välittää vahingonkärsijälle aiheutuneista vahingoista, kunhan vahingonaiheuttaja pystyy vain osoittamaan toimineensa huolellisesti.

Ankaran vastuun prosessikustannukset ovat tuottamusvastuuta pienemmät. Tuottamusvastuun näyttäminen toteen voi käydä vaikeaksi ja kalliiksi. Tämän perusteella ankaraan vastuuseen perustuvaa vahingonkorvausvelvollisuutta on pidetty vähemmän oikeudenkäyntikuluja aiheuttavana kuin tuottamusvastuuta. Vastapainoksi ankara vastuu on omiaan johtamaan useampiin vahingonkorvausvaatimuksiin, mikä puolestaan lisää kustannuksia tuottamusvastuuseen verrattuna. Lisäksi ankara vastuu on omiaan lisäämään painetta riita-asioiden sopimiseen ja sitä kautta virhekustannuksiin.

Esitevastuun osalta esitevastuutyöryhmä on esittänyt, että informaation tuottamisesta vastaavalle eli yhtiölle ei ole perusteltua asettaa ankaraa vastuuta. Yhtiö voisi osoittaa toimineensa esitteen tarkoittamien tietojen antamisessa huolellisesti business judgement rule –tyyppisellä näytöllä, jolloin siltä puuttuisi tuottamus. Tämä antaisi mahdollisuuden vapautua vastuusta sellaisista virheellisyyksistä ja puutteellisuuksista, jotka perustuvat hyvän liiketavan mukaisesti päätettyihin ja toteutettuihin toimiin ilman oman edun tavoittelua, riittävän valmistelun perusteella ja siinä uskossa, että toimi on yhtiön edun mukainen.¹⁶⁴

Toisaalta esitevastuutyöryhmä on katsonut, että tietyissä tilanteissa ankaran ja tuottamusvastuun välillä ei ole merkittävää eroa. Osa tiedosta on eksaktia, jolloin oikeellisuuden arviointi on joko/tai –luonteista. Esimerkkinä käy aikaisemmin

¹⁶⁴ Esitevastuutyöryhmä (2005), s. 81.

vahvistettuihin tilinpäätöstietoihin perustuvat tunnusluvut. Tällaisen tiedon osalta käännettyyn todistustaakkaan yhdistetty tuottamusvastuu johtaa käytännössä samaan tulemaan kuin ankara vastuu. Vastuuvellisuuden on lähes mahdotonta osoittaa toimineensa huolellisesti, jos hän ei ole antanut oikeana ja täydellisenä sellaista tietoa, joka on objektiivisesti todennettavissa alkuperäisestä lähteestä, kuten tilinpäätöksestä.¹⁶⁵

Yleensä tieto on kuitenkin ei-eksaktia. AML:n mukaan esitteessä oltava oikeat ja riittävät tiedot ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden on annettava oikea ja riittävä kuva sekä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osalta on kerrottava seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.¹⁶⁶ Tällöin erityisesti jälkikäteen arvioituna tieto ei välttämättä ole riittävää ja oikeaa. Jos tuottamusarviointia ei tehtäisi siitä, onko annettu informaatio asianmukaisesti ja huolellisesti tehty, olisi sillä tuhoisat erittäin kielteiset vaikutukset arvopaperimarkkinoille. Kun listayhtiön tiedonantovelvollisuudessa on kyse informaation tuottamisesta, riski ankarasta vastuusta vähentäisi kannustinta informaation tuottamiseen. Kun julkistettavaan tietoon sisältyy kannanottoja tulevaisuudesta ja muita vastaavia arvionvaraisia seikkoja. Jos informaation tuottaja olisi ankarassa vastuussa myös näistä näkemyksellisistä tiedoista, listayhtiön kannustin esittää kyseisiä tietoja pienemmillä, vain siihen mitä lainsäädäntö minimissään edellyttää. Kun AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden perimmäisenä tarkoituksena on kuitenkin lisätä markkinoilla olevaa informaatiota, ei ankaran vastuun säätäminen olisi sopuisuudessa AML:n tavoitteiden kanssa. Tuottamusvastuussa liikkeeseenlaskijalla on kannustin julkistaa enemmän tietoa, koska se voi välttää vastuunsa jälkikäteen arvioituna virheellisestä näkemyksellisistä informaatiosta, kunhan vain on ollut informaation tuottamisessa. Ankarassa vastuussa tämä ei olisi mahdollista, jolloin kaikki sellainen informaatio, johon liittyy vähänkin epävarmuutta, saattaisi jäädä julkistamatta. Toisaalta myös sijoittajalla on mahdollisuus vahinkojen välttämiseen tutustumalla julkistettuun materiaaliin huolellisesti. Tällöin on myös perusteltua, ettei liikkeeseenlaskijaa aseteta ankaraan vastuuseen tästäkään syystä.

¹⁶⁵ Esitevastuutyöryhmä (2005), s. 77

¹⁶⁶ Ks. tarkemmin luku 2.

3.5 Käänteinen todistustaakka

Riita-asioissa todistustaakka on lähtökohtaisesti kantajalla. Oikeudenkäymiskaaren (OK, 4/1734) 17:1 §:n mukaan kantajan tulee näyttää toteen ne seikat, jotka tukevat kannetta. Sen sijaan VahL:ssa ja sen valmistelutöissä ei oteta kantaa todistustaakan jakautumiseen. Oikeuskäytännössä ja oikeudellisessa kirjallisuudessa vallitseva kanta on, että vahingonkärsijällä on todistustaakka korvausvastuun edellytyksistä eli siitä, että korvattavaa lajia oleva vahinko on syntynyt sekä syy-yhteydestä, tuottamuksesta ja vahingon määrästä¹⁶⁷. Kantajan todistustaakkaa on perusteltu yleensä sillä, että vastaajan todistustaakasta aiheutuisi yhteiskunnalle ylimääräisiä kustannuksia, koska kantaja veisi asian herkemmin oikeuteen¹⁶⁸. Silloin, kun kantajalla on todistustaakka, hänen kannattaa viedä asia oikeuteen vain, jos siihen on tosiasiallisia syitä.

Tuottamusta koskevan todistustaakan osalta sopimuksen ulkoisessa vastuussa saattaa olla piirteitä, joiden perusteella vahingonaiheuttaja joutuu korvausvastuun välttämiseksi osoittamaan menetelleensä huolellisesti¹⁶⁹. Oikeussuhteen sopimuksen kaltaiset piirteet ovat yksi mahdollisista todistustaakan kääntämistä puoltavista perusteista¹⁷⁰. Niin sanotulla korostetun huolellisuusvelvollisuuden alueella kantajan ei aina tarvitse esittää näyttöä tuottamuksesta¹⁷¹. Tällöin todistustaakan kääntäminen on nähty yhtenä keinona korvausvastuun ankaroittamiseksi tuottamusvastuun normaalimuodoista¹⁷².

¹⁶⁷ Hemmo (1998), s. 50.

¹⁶⁸ Hay (1997) kritisoi tätä näkökulmaa sillä, että oikeusprosessin käynnistämiseen tarvitaan kaksi osapuolta: kantaja ja vastaaja. Hayn mukaan yhtä hyvin vastaaja voi välttää kanteen sopimalla kantajan kanssa. Toisaalta on huomioitava, että maissa, joissa hävinnyt osapuoli maksaa molempien oikeudenkäyntikulut, kantajan kannustin haasteen nostamiseen käänteisen todistustaakan vallitessa on pienempi kuin maissa, joissa kukin riita-asian osapuoli maksaa omat kulunsa.

¹⁶⁹ Syy-yhteyden osalta näyttötaakkaa saatetaan alentaa ja vahingon määrän osalta arvioida, mutta silloin kun todistustaakka ylipäättään on, se on näiden vahingonkorvauksen edellytysten osalta kantajalla.

¹⁷⁰ Hemmo (1998), s. 50.

¹⁷¹ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 63, Routamo ja Ståhlberg (2000) s. 358–359, Ks. myös KKO 1989:7.

¹⁷² Hemmo (1998), s. 50. Ks. myös Klami (1992)

Käännettyyn todistustaakkaan perustuvan tuottamusvastuun on katsottu voivan tulla kysymykseen sellaisissa vastuutilanteissa, joissa vastuun ankaroitaminen on perusteltua, mutta joissa ei kuitenkaan haluta omaksua tuottamuksesta riippumatonta vastuuta¹⁷³. Toisaalta on katsottu, että vastuun ankaroitaminen asettamalla todistustaakka vastaajalle ei välttämättä ole tehokasta, koska todistustaakka lisää todisteiden esittämiskustannuksia, mikä puolestaan lisää huolellisuusvaihtoehdon kustannuksia.¹⁷⁴

Sopimusoikeudellisessa vastuussa sopimusosapuolen on pääsääntöisesti näytettävä toimineensa huolellisesti, milloin vahinkoa on aiheutunut¹⁷⁵. Sen selvittäminen, että sopimuksen perustama velvoite on jäänyt täyttämättä, riittää korvausvastuun syntymiseen, ellei sopimusvelallinen osoita menetelleensä huolellisesti. Tämä käännettyä todistustaakkaa edellyttävä ekskulpaatiovastuu on sopimusvastuun alueella yleisin vastuuuoto. Käännettyä todistustaakkaa edellytetään myös kontrollivastuussa¹⁷⁶. Sen sijaan poikkeuksettomassa vastuussa ja ankarassa vastuussa vahingon aiheuttaja ei voi välttää vahingonkorvausta osoittamalla menetelleensä huolellisesti¹⁷⁷. Toisaalta joissakin tapauksissa sopimusvastuussa voi tulla kysymykseen kantajan todistustaakkaan perustuva tuottamusvastuu. Hemmon (2003b) mukaan se voi olla puolustettavissa osapuolten aseman, sopimusvelvoitteiden laadun ja muiden erityispiirteiden vuoksi¹⁷⁸.

¹⁷³ Saxén (1975), s. 47, ja Hemmo (1998), s. 50–51.

¹⁷⁴ Gomezin (2001).

¹⁷⁵ Saarnilehto (1996), s. 143–144, Hay (1997), Hemmo (1998), s. 50 ja Hemmo (2002), s. 186.

¹⁷⁶ Ks. kontrollivastuun ja ekskulpaatiovastuun eroista esimerkiksi Hemmo (2002), s. 186–192, jonka mukaan kuitenkin näiden vastuuperusteiden soveltamistulokset ovat harvoin erilaisia.

¹⁷⁷ Ankaraan vastuuseen sisältyy joitain vapautumisperusteita, joita poikkeuksettomassa vastuussa ei ole. Tällaisina vapautusperusteina Hemmo (1998), s. 40, ja Hemmo (2002), s. 193, mainitsevat muun muassa *force majeure*-tyyppiset vapautumisperusteet.

¹⁷⁸ Hemmo (2003b). Esimerkkinä heikoimman suojaan perustuvasta tilanteesta Hemmo (2002) ja Hemmo (2003b) mainitsee työntekijän korvausvelvollisuuden työnantajaa kohtaan tilanteessa, jossa työnantajalla on paremmat mahdollisuudet selvittää vahinkojen syyt. Erityistilanteena Hemmo (2003b), s. 242, viittaa KKO:n ratkaisuun 1985 II 132, jossa vuoden 1929 Varsovan yleissopimusta sovellettaessa katsottiin, että rahdinkuljettaja vastasi kansainvälisessä ilmakuljetuksessa matkustajan käsimatkatavaraa kohdanneesta vahingosta vain tuottamusperusteella, jonka täyttymisestä matkustajalla oli todistustaakka.

Sopimusoikeudellista ekskulpaatiovastuuta on perusteltu etenkin osapuolten näyttömahdollisuuksilla, suoritushäiriöillä ja kokemusperäisellä todennäköisyydellä. Tarvittava todistemateriaali on yleensä sen osapuolen käytettävissä, jonka sopimusrikkomisesta on kyse.¹⁷⁹ Jos sopimusvelkojalla olisi näyttövelvollisuus, velallisen tuottamuksen todistelu jouduttaisiin usein kohdistamaan yritysorganin sisäisiin tapahtumiin tai velallisosapuolen täyttämistoimien muuhun sisältöön. Velkojalle asetettu todistamisvelvollisuus saattaisi johtaa siihen, että hänen korvausvaatimuksensa ei menestyisi. Lisäksi ekskulpaatiovastuun todistustaakkaa perustellaan usein painottamalla sen vahingonkärsijän korvaussuojaa tehostavaa vaikutusta.¹⁸⁰ Sopimusvelvoitteiden täyttäminen tehostuu, kun suoritusvelvollisuutensa rikkonut osapuoli joutuu näyttämään toteen tuottamuksen puutteen¹⁸¹.

Oikeustieteellisessä kirjallisuudessa todistustaakkanormeilla on nähty olevan kaksi tehtävää¹⁸². Ensinnäkin todistustaakkasäännöt oikeuttavat tuomioistuimen asettamaan faktapremissin ratkaisunsa pohjaksi riippumatta siitä, onko tuon faktapremissin tueksi vähintäkään näyttöä. Tämä luonnollisesti tarkoittaa sitä, että tuomioistuimen päätöksiin sisältyy virhemahdollisuus. Virhemahdollisuuteen vaikuttaa myös näyttökynnys. Mitä korkeampi näyttökynnys on, sitä useammin joudutaan turvautumaan todistustaakkanormeihin, ja tällöin riippuu niistä kriteereistä, joilla todistustakkanormi on asetettu, miten todennäköinen väärin päätösten syntymahdollisuus on.¹⁸³ Tosiasiassa erilaiset todistustaakan jaon vaikutukset riippuvat siitä, miten näyttövaatimus on mitoitettu ja millaisia todistusharkintaa sovelletaan¹⁸⁴. Sääntelyn tavoitteiden toteutumisen onkin katsottu edellyttävän, että näyttövaatimus mitoitetaan osapuolten todelliset näyttömahdollisuudet huomioon ottaviksi. Joustava suhtautuminen kantajan tuottamusta koskevaan todistustaakkaan sopimuksen ulkoisessa vastuussa johtaa siihen, että vastuumuotojen tosiasiallinen erottuvuus on kaventunut.¹⁸⁵ Toiseksi

¹⁷⁹ Halila (1955), s. 265.

¹⁸⁰ Hemmo (1998), s. 55.

¹⁸¹ Halila (1955), s. 266.

¹⁸² Klami, Sorvettula ja Hatakka (1990), s. 10, ja Hemmo (1998), s. 52–53.

¹⁸³ Klami, Sorvettula ja Hatakka (1990), s. 1–4.

¹⁸⁴ Klami, Sorvettula ja Hatakka (1990) ja Hemmo (1998), s. 51.

¹⁸⁵ Hemmo (1998), s. 52–53.

todistustaakkanormeilla katsotaan olevan myönteisiä ohjailuvaikutuksia. Todistustaakkanormien voimassaolo merkitsee eräänlaista velvollisuutta varautua näyttöön ja esittää sitä oikeudenkäynnissä.¹⁸⁶

Prosessioikeudellisesta näkökulmasta todistustaakan jako ei kuitenkaan ole yksiselitteistä. Tuomioistuimet soveltavat käytännössä joustavaa todistustaakan jakoa sen mukaan miten osapuolet pystyvät esittämään näyttöä ja mitkä ovat osapuolten mahdollisuuden esittää näyttöä väitteidensä tueksi. Tuomioistuimet joutuvat harkitsemaan osapuolten näytön valossa, kumman osapuolen väitteet ovat todennäköisempiä.¹⁸⁷

Oikeustieteessä todistustaakkanormin asettamista tietylle osapuolelle on perusteltu yleensä neljällä eri argumentilla. Ensinnäkin todistustaakan asettamista on argumentoitu vetoamalla siihen, millaisia asiat ovat yleisen elämäkokemuksen valossa. Yleensä vallitseva tila on oikeudellisesti perusteltu, ja se, joka haluaa muutoksia, on velvollinen esittämään näyttöä. Toiseksi todistustaakan asettamista on perusteltu tarkastelemalla osapuolten oletettuja mahdollisuuksia varautua näyttöön. Näiden kahden edellä mainitun perustelun ongelmana on nähty se, että yleinen elämäkokemus yhtäältä ja näyttömahdollisuudet toisaalta ovat paljolti vain luulonvaraisia asioita. Kolmanneksi keskusteltaessa todistustaakkanormeista on kiinnitetty huomiota niiden toimivuuteen aineellisten normien yhteydessä. Neljänneksi on korostettu myös sitä kummalla jutun osapuolista on paremmat mahdollisuudet kantaa väärän päätöksen mahdolliset haittaseuraamukset.¹⁸⁸

Taloustieteessä todistustaakkasäännösten pääasiallisena tarkoituksena on minimoida prosessikustannusten ja virhekustannusten summa¹⁸⁹. Prosessikustannuksilla tarkoitetaan kustannuksia, jotka aiheutuvat todistusaineiston hankkimisesta, mahdollisista sopimusratkaisuun tähtäävistä neuvotteluista ja varsinaisesta

¹⁸⁶ Klami, Sorvettula ja Hatakka (1990), s. 1–2.

¹⁸⁷ Mähönen & Villa (2006), s. 291. Ks. myös KKO 1999:11

¹⁸⁸ Klami, Sorvettula ja Hatakka (1990), s. 14–16.

¹⁸⁹ Posner (1973).

oikeudenkäynnistä. Virhekustannuksilla tässä yhteydessä tarkoitetaan kustannuksia, jotka aiheutuvat siitä, että vastuu kohdentuu väärin.¹⁹⁰ Tällä tarkoitetaan ensinnäkin sitä, että kantaja jää ilman korvausta, vaikka olisi tosiasiallisesti siihen oikeutettu ja toiseksi sitä, että vastaaja asetetaan aiheuttomasti korvausvastuuseen¹⁹¹. Taloustieteissä on lähtökohtaisesti katsottu, että todistustaakka tulisi asettaa kantajalle.¹⁹²

Uudessa osakeyhtiölaissa otettiin käyttöön ns. tuottamusolettama. Tuottamuvastuun lähtökohtana on, että vastaajana olevalla on näyttövelvollisuus siitä, että hän on toiminut huolellisesti. Tämä ei kuitenkaan koske tilannetta, jossa kantaja väittää hänen rikkoneen ainoastaan osakeyhtiölain 1 luvun yleisiä perusteita.¹⁹³ Oikeuskirjallisuudessa Manne Airaksinen ja Jyrki Jauhiainen ovat esittäneet vastaajalta edellytettävästä vastanäytöstä seuraavan: ”Vastanäytöksi voi esimerkiksi riittää sen osoittaminen, että yhtiön hyöty normin rikkomisesta ylitti rikkomisen kustannukset tai että laintulkinta on asiantuntijoidenkin mielestä epäselvä, jolloin johtohenkilö ei ole voinut syyllistyä moitittavaan huolellisuuteen pelkästään normin rikkomisen vuoksi.”¹⁹⁴

Esitevastuun osalta esitevastuutyöryhmä on esittänyt, että todistustaakan esitevastuun perustavasta tuottamuksesta tulisi olla käännetty, kuten sopimussuhteessa. Käännettyä todistustaakkaa työryhmän perustelee sillä, että hakiessaan arvopaperimarkkinoilta rahoitusta yhtiö velvoitetaan informaation tuottamiseen markkinaosapuolille.¹⁹⁵ Työryhmän kannanotto ei varsinaisesti muuta vallitsevaa oikeustilaa.

¹⁹⁰ Virhekustannuksia voi aiheutua myös muista syistä, kuten vahingonkorvauksen kohtuullistamisesta.

¹⁹¹ Hay (1997).

¹⁹² Ks. esimerkiksi Hay (1997). Hayn (1997) esittämässä matemaattisessa mallissa, jotta prosessi- ja virhekustannukset minimoituisivat, todistustaakka pitäisi asettaa lähtökohtaisesti kantajalle. Hänen mukaansa käännteinen todistustaakka tulee kysymykseen ainoastaan, 1) jos todennäköisyys, että kantajan kanteen on perusteltu, on suuri, 2) jos kantajan näytön esittämiskustannukset ovat huomattavasti suuremmat kuin vastaajan, 3) jos kanteella on suurempi vaikutus kantajan asemaan kuin vastaajan asemaan tai 4) jos virheellisestä tuomiosta aiheutuvat yhteiskunnalliset kustannukset ovat suuremmat vastaajalle kuin kantajalle.¹⁹²

¹⁹³ OYL 22:1.3 §:n ensimmäisen virkkeen mukaan ”jos vahinko on aiheutettu rikkomalla tätä lakia muulla tavalla kuin pelkästään rikkomalla 1 luvussa tarkoitettuja periaatteita tai jos vahinko on aiheutettu rikkomalla yhtiöjärjestyksen määräystä, vahinko katsotaan aiheutetuksi huolimattomuudesta, jollei menettelystä vastuussa oleva osoita menetelleensä huolellisesti.”

¹⁹⁴ Airaksinen & Jauhiainen (1997), s. 552.

¹⁹⁵ Esitevastuutyöryhmä (2005), s. 81.

Oikeuskirjallisuudessa on aiemminkin katsottu, että arvopaperisäännösten rikkominen johtaisi käännettyyn todistustaakkaan.¹⁹⁶

Listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvässä vastuussa todistusaineiston hankkimiskustannukset puoltaisivat käännteistä todistustaakkaa. Käytännössä sijoittajan ei ole mahdollista esittää näyttöä yhtiön sisäisistä tapahtumista. Sen sijaan liikkeeseenlaskijalla on mahdollista suhteellisin pienin kustannuksin varautua näytön esittämiseen. Jos todistusaineiston hankkimiskustannukset estävät kanteen nostamiseen, samalla virhekustannukset kasvavat. Kun kantajalla ei ole mahdollista esittää näyttöä, kantajalla ei ole mahdollista saada korvausta, vaikka olisi siihen tosiasiallisesti oikeutettu.

Sopimusneuvottelu- ja oikeudenkäyntikustannusten osalta voidaan ajatella, että asettamalla todistustaakka vastaajalle, päädytään herkemmin oikeudenkäynteihin, mikä johtaisi suurempiin oikeudenkäyntikustannuksiin. Toisaalta Suomessa hävinnyt osapuoli maksaa oikeudenkäyntikustannukset, jolloin kannustin nostaa tarpeeton kanne on pieni. Vaikka asiallisten kanteiden oikeudenkäyntikustannukset nousisivat asettamalla todistustaakka vastaajalle, samalla virhekustannukset pienenevät alentaen kokonaiskustannuksia. Tällöin kantajalla on paremmat mahdollisuudet saada korvaus vahingosta, johon hän on oikeutettu. Toisaalta virhekustannukset eivät nouse myöskään sitä kautta, että vastaaja asetettaisiin aiheettomasti vastuuseen, koska vastaajalla on hyvät mahdollisuudet näytön esittämiseen.¹⁹⁷

¹⁹⁶ Rudanko (1998), s. 284. Ks. myös Hiden (2002), s. 181.

¹⁹⁷ Virhekustannusten osalta on syytä huomioida mahdollisiin ryhmäkanteisiin sisältyvät virhekustannukset, vaikka ryhmäkanne ei olekaan mahdollinen tutkimuksessa käsiteltävän tiedonantovelvollisuuden osalta. Ryhmäkanteiden kannattavuus perustuu yleensä vastapuolelle aiheutuvaan suureen mainerisktiin. Maineensa säilyttääkseen liikkeeseenlaskijalla on kannustin sopimiseen riippumatta siitä, onko korvausvastuulle todellisia perusteita. Uhkaava ryhmäkanne on omiaan lisäämään painetta sopimiseen ja sitä kautta suurin virhekustannuksiin. Kannustin ryhmäkanteen esittämiseen entistä suurempi, jos todistustaakka on vastaajalla, koska negatiivisen mainevaikutuksen aikaansaamiseksi ryhmäkanteen nostajan ei tarvitse esittää todisteita vaatimusten perusteeksi. Yhdysvalloissa ryhmäkanteiden osalta todistustaakka onkin asetettu kantajalle.

Virhekustannuksiin liittyy oleellisesti oikeustieteellisessä kirjallisuudessa esitetty kysymys kummalla jutun osapuolista on paremmat mahdollisuudet kantaa väärän päätöksen mahdolliset haittaseuraamukset. Oikeustaloustieteessä katsotaan, riski tulisi vakuutusperiaatteen mukaan sysättävä sille osapuolelle, jolle on halvempaa ottaa vakuutus tai muutoin hajauttaa riski. Jos riskiä ei voida jakaa vakuutusperiaatteen mukaan, riski tulisi jakaa kantokykyperiaatteen mukaan sille osapuolelle, joka on parempi riskin kantaja. Silloin kun toinen osapuoli on riskineutraali ja toinen on riskiaversiivinen, riski tulisi sysätä riskineutraalille osapuolelle, koska hän on valmis ottamaan riskin kantaakseen vähemmällä kompensatiolla. Sen sijaan, kun molemmat osapuolet ovat riskineutraaleja, tällöin ei ole merkitystä kumpi riskin kantaa, kunhan tämä saa korvauksen riskin kantamisesta. Vastaavasti, kun molemmat osapuolet ovat riskinkaihtajia, riskit tulisi jakaa riskien kaihtamisen mukaisessa suhteessa.¹⁹⁸

Käytännössä osapuolta, jolla on paremmat mahdollisuudet kantaa virheriski, on vaikea määrittää. Yhtäläillä liikkeeseenlaskija kuin sijoittajat voivat olla riskineutraaleja tai riskinkaihtajia tilanteesta riippuen. Usein yrityksiä pidetään riskineutraaleina, jolloin riski tulisi sysätä sille. Yhtä hyvin portfoliosijoittajaa voidaan pitää riskineutraalina, koska heidän sijoituksensa on hajautettu useaan eri sijoituskohteeseen.

3.4 Business judgement rule

Erityisesti tiedonantovelvollisuuteen liittyvään vastuuseen liittyy kysymys tiedon oikeellisuudesta jälkikäteen arvioituna.¹⁹⁹ Näkemyksen myöhempi toteutuminen tai toteutumatta jääminen ei välittömästi kerro siitä, onko näkemyksen muodostuminen ollut asianmukaista esitteen julkistamishetkellä. Informaation oikeellisuuden arvioinnissa on tarpeen ottaa kantaa mm. kysymyksiin: Millaisiin perusteisiin näkemys

¹⁹⁸ Ks. esimerkiksi Polinsky (1989), s. 60-62.

¹⁹⁹ Ks. vastaava ongelma liittyy myös päätöksentekoon esimerkiksi osakeyhtiön hallituksessa. Vastuun syntymisen kannalta on ratkaisevaa, mitä päätöksentekijä tiesi ja mitä hänen olisi pitänyt tietää päätöksentekohetkellä, eikä päätöksen todellisen seuraamukset. Ks. esimerkiksi Savela (1999), s. 69 ja Taxell (1963), s. 70.

on nojannut? Ovatko pohjatiedot olleet oikeita? Onko näkemys ollut objektiivisesti arvioiden perusteltu? Olisivatko muut asiantuntijat voineet päätyä vastaaviin arvioihin?

Tuottamuksen jälkikäteiseen arviointiongelmaan ja toisaalta myös vastuutason ankaruusongelman liittyy ns. business judgement rule -periaate²⁰⁰. Tämä Yhdysvalloissa omaksuttu erityisesti osakeyhtiöoikeuteen liittyvä vastuutason ankaruusongelman sekä tuottamuksen jälkikäteiseen arviointiongelmaan liittyvä periaate rajoittaa osakeyhtiön johdon vastuuta liiketoiminnallisista ratkaisuista²⁰¹.

Business judgement rule -periaate suojaa yritysjohtoa vastuulta, jos 1) kyseessä ei ole oikeustoimi henkilön itsensä kanssa eikä käsillä ole intressiristiriita käsiteltävän asian suhteen, 2) hallitus todella käsittelee ja ratkaisee asian, eikä laiminlyö sitä, 3) hallituksen jäsenet hankkivat asianmukaisen informaation ennen päätöksen tekoa ja 4) hallituksen toimet eivät ole täysin perusteettomia tai epärationaalisia²⁰². Business judgement rule -periaate ei koske tapauksia, joissa johtaja ei toimi mitenkään. Tällöin sovelletaan normaalia huolellisuusvelvollisuusstandardia. Sen sijaan päätös olla tekemättä mitään on business judgement rule -periaatteen suojaama. Lainsäädännön vastaiset päätökset eivät ole business judgement rule -periaatteen suojaamia. Jotta business judgement rule -periaate suojaisi päätöstä, on päätöksen oltava tehty yhtiön toimivallan puitteissa. Lisäksi business judgement rule -periaatetta ei sovelleta myöskään lojaliteettivelvollisuuden rikkomisiin.²⁰³

Business judgement rule -periaate estää tuomioistuimia puuttumasta kohtuuttomasti yhtiön liiketoimintaan. Soveltaessaan business judgement rule -periaatetta oikeus ei arvioi päätösten vaikutuksia, vaan ainoastaan ne toimenpiteet joiden kautta johto päätyi

²⁰⁰ Myös Suomessa tavan, jolla johdon tuottamusta arvioidaan, on katsottu johtavan paljolti vastaaviin lopputuloksiin kuin business judgement rule -periaatteen. Ks. Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (2003), s. 255.

²⁰¹ Ks. yleisesti esimerkiksi Easterbrook ja Fischel (1991), s. 93, Milgrom ja Roberts (1992), s. 279 ja 314, Savela (1999), s. 66, Salonen (2000), s. 67–75 ja Mähönen (2001), s. 189.

²⁰² Macey ja Miller (1988), s. 131.

²⁰³ Ks. esimerkiksi Savela (1999).

ratkaisuun²⁰⁴. Business judgement rule -periaatteen tarvetta on perusteltu ensinnäkin sillä, että liian tiukka vastuutaso saa hyvän johtaja-aineksen karttamaan johtotehtäviä ja että henkilökohtaisen vastuun pelko tekee johtajat varovaisemmiksi²⁰⁵. Business judgement rule -periaatteen soveltamisella yritysjohto kannustetaan ottamaan riskejä²⁰⁶. Toiseksi periaatetta on perusteltu sillä, ettei tuomareilla ole edellytyksiä arvioida liiketaloudellisia ratkaisuja ja niiden moitittavuutta jälkikäteen²⁰⁷.

Business judgement rule periaatteen kaltainen vastuunrajoituskeino listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvässä vastuussa on perusteltua, koska se pyrkii arvioimaan ainoastaan näkemyksen, joiden kautta yritysjohto päätyi valittuun ratkaisuun. Listayhtiön vastuun tulee perustua siihen, onko näkemyksellisen tiedon muodostuminen ollut asianmukaista tiedon julkistamishetkellä. Jos liikkeeseenlaskija asetettaisiin vastuuseen näkemyksellisen tiedon toteuttamatta jäämisestä, se vaikuttaisi negatiivisesti listayhtiöiden kannustimeen julkistaa vapaaehtoisesti informaatiota yrityksestä. Lisäksi liian tiukka vastuu johtaa siihen, ettei pörssiyhtiöiden eikä listautumassa olevien yhtiöiden hallituksiin hakeudu päteviä henkilöitä.

²⁰⁴ Ks. Savela (1999), s. 66.

²⁰⁵ Easterbrook ja Fischel (1991), s. 94.

²⁰⁶ Ks. Frankel (1998), s. 130.

²⁰⁷ Easterbrook ja Fischel (1991), s. 94

4 Vahingon määrä

4.1 Korvattavan vahingon määräytyminen

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen liittyvässä vastuussa vahingon määrittämisen on monella tapaa ongelmallinen. Ratkaistavaksi tulee muun muassa: Miten vahinko lasketaan? Mikä on vahingon määrittämisen oikea ajankohta? Tuleeko sijoittajan myydä osakkeet, jotta sijoittaja voisi vaatia korvasta? Tarvitaanko erityisiä laskentasääntöä vai arvioidaan vahingon määrä tapaus kerrallaan?

Suomen vahingonkorvusoikeudessa vahingon korvaamisen lähtökohtana on ns. täyden korvauksen periaate, jonka mukaan aiheutettu vahinko on korvattava kokonaisuudessaan. Vahingonkärsijä on siis saatettava siihen taloudelliseen asemaan kuin missä hän olisi, ellei vahinkoa olisi sattunut.²⁰⁸ Täyden korvauksen periaate toimii myös korvauksen ylärajana. Korvauksen saajaa ei tarvitse saattaa parempaan asemaan kuin missä hän olisi, ellei vahinkoa olisi sattunut (rikastumiskielto).²⁰⁹

Oikeustieteessä vahingon määritelmää on lähestytty niin sanotun differenssiopin perusteella²¹⁰. Differenssiopin mukaan vahinko määritellään hypoteettisen²¹¹ ja toteutuneen tapahtumakulun taloudellisten vaikutusten erotukseksi²¹². Odotetun tapahtumakulun määrittäminen on tosin ongelmallista, sillä vahingon johdosta se ei

²⁰⁸ Routamo ja Ståhlberg (1995), s. 192–194, 253.

²⁰⁹ Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 371 ja Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 280–281.

²¹⁰ Ks. differenssiopista enemmän esimerkiksi Hemmo (1994), s. 62–84.

²¹¹ Sopimussuhteisissa vahingonkorvaustilanteissa hypoteettisella tapahtumankululla tarkoitetaan käsitystä siitä velkojan taloudellista asemaa koskevasta kehityksestä, joka olisi tapahtunut ilman suoritushäiriötä. Sopimuksen ulkoisessa vahingonkorvaustilanteissa hypoteettinen tapahtumankulku merkitsee usein sitä, ettei mitään tavallisesta poikkeavaa tapahdu, vaan vahinkoseuraamukseen johtaneen teon vaikutuksia edeltänyt tila jatkuu (ks. Hemmo (1994), s. 63).

²¹² Hemmo (1994), s. 62–64, Savela (1999), s. 193, Hidén (2002), s. 182, Routamo ja Ståhlberg (1995), s. 30–31 ja Routamo, Ståhlberg ja Karhu (2006), s. 367.

koskaan tapahdu²¹³. Differenssilaskenta tarjoaa lähtökohdan korvauksen laajuutta koskevalle arvostukselle, koska sillä pyritään vahingonkärsijälle aiheutuneen kokonaisvahingon selvittämiseen²¹⁴. Yksinkertaisissa tilanteissa vahingon määrittäminen ei edellytä differenssivertailun käyttöä, vaan vahinko ja sen määrä voidaan välittömästi havaita tosiseikastoa tarkastelemalla²¹⁵. Arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuteen liittyvän vastuun osalta vahingon määrittäminen on suoraviivaista vain jos vahingonkärsijä on myynyt osakkeet ajankohtana, joka katsotaan oikeaksi vahingon määrittämisen kannalta.

Vahingon kärsineellä on vahingonkorvausoikeuden mukaan velvollisuus pyrkiä vahinkojensa rajoittamiseen²¹⁶. Tämä perustuu VahL 6.1 §:ään, joten se koskee AML:n, ja OYL:n viittaussäännöksiä nojalla myös AML:n ja OYL:n mukaista vastuuta²¹⁷. Rajoittamisvelvollisuus on perusteltua, koska muuten velallisen vastattavaksi kanavoituisi sellaisia menetyksiä, jotka velkoja olisi omin toimin välttää. Sen sijaan vahingon rajoittamisesta aiheutuvat ylimääräiset kustannukset kuuluvat velallisen korvausvastuun piiriin.²¹⁸ Jos velkoja laiminlyö häneltä vaaditut rajoitustoimenpiteet, velallinen välttää korvausvastuun siltä osin kuin vahingot olisi voitu asianmukaisin toimin estää.²¹⁹ Arvopaperimarkkinoilla rajaamisvelvollisuus ilmenee siten, että vahingonkärsijä kantaa kurssiriskin eli osakkeiden arvonmuutoksen vahingon ilmitulon jälkeen. Virheellisen tiedon perusteella arvopapereita ostaneen sijoittajan on mahdollista rajoittaa tappiotaan myymällä osakkeet. Tällöin ei ole perusteltua, että vahingonaiheuttaja kantaa riskin myöhemmästä kurssikehityksestä Toisaalta myöhemmin tapahtuva kurssinousu ei vastaavasti pienennä korvausvelvollisuutta.²²⁰

²¹³ Hemmo (1994), s. 64.

²¹⁴ Hemmo (1994), s. 79–80.

²¹⁵ Hemmo (1994), s. 73.

²¹⁶ Routamo ja Ståhlberg (1995), s. 292, Saarnilehto (1996), s. 116–117 ja Savela (1999), s. 188.

²¹⁷ VahL 6.1 § kuuluu seuraavasti: ”Jos vahingon kärsineen puolelta on myötävaikutettu vahinkoon tai jos vahingon aiheuttaneeseen tekoon kuulumaton seikka on myös ollut vahingon syynä, voidaan vahingonkorvausta kohtuuden mukaan sovitella”.

²¹⁸ Hemmo (2003), s. 302.

²¹⁹ Hemmo (2003), s. 304.

²²⁰ Rajaamisvelvollisuus on todettu myös useissa Arvopaperilautakunnan ratkaisusuosituksissa Ks. esimerkiksi APL 2040/2002, APL 12/2005, APL 61/2004 ja APL 167/2007:

Eri asia on, onko sijoittajalla velvollisuus myydä arvopaperinsa välittömästi, kun virhe tai puute on tullut hänen tietoonsa. Listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvän vastuun muodostavassa tilanteessa sijoittajalle on aiheutunut puutteellisesta tai harhaanjohtavasta tiedosta vahinkoa riippumatta siitä, velvoitetaanko hänet myymään osakkeensa. Vahingonkorvausvastuun edellytys korvauskelpoisesta vahingosta ei siis edellytä osakkeen myymistä. Ainostaan vahingon määrän määrittäminen saattaa muodostua ongelmaksi tilanteessa, jossa sijoittaja ei myy osakkeitaan. Tällöinkin vahingon määrittämisen kannalta olisi kuitenkin ongelmallista, mikä olisi osakkeiden myymisen oikea ajankohta.

Todistustaakka vahingon määrän osalta on kantajalla. Ellei vahingon määrästä kuitenkaan ole näyttöä tai se on vain vaikeuksien esitettävissä, se voidaan arvioida kohtuuden mukaan (OK 17:6 §). Säädöksen tarkoituksena on turvata vahingonkäräjien asema, niin ettei korvausmahdollisuus esty näyttövaikeuksien vuoksi. Vahingonkäräjien kannalta OK 17:6 §:n mukaisen arvioinnin heikkoutena on katsottu olevan sen, että tuomioistuinkäytännössä vahingot on tavallisesti arvioitu suhteellisen alhaisiin määriin²²¹.

4.2 Korvausta rajoittavat seikat

Maksettavaksi tuomittavaa korvausta kaventaa ennakoitavuusperiaate ja syy-yhteysedellytys²²². Korvausvelvollisuuden syntymisen edellytyksenä on, että väitetty vahinko on syy-yhteydessä esitettyjen korvausperusteiden kanssa²²³. Vastuuta ei synny sellaisesta vahingosta, jonka aiheutuminen on ollut vahingonaiheuttajasta riippumatonta²²⁴. Todistustaakka syy-yhteyden olemassaolosta on yleensä kantajalla. Jollei teon ja vahingon välistä syy-yhteyttä pystytä osoittamaan, ei teon tekijällä ole

²²¹ Hemmo (2003b), s. 264.

²²² Hemmo (1994), s. 82.

²²³ Rudanko (1998), s. 370, ja Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 241.

²²⁴ Hemmo (1997), s. 298.

velvollisuutta korvata vahinkoa. Mikäli kyseessä on korostettua huolellisuutta edellyttävä toiminta, voi näyttötaakka olla käännetty. Mikäli syy-yhteyden näyttäminen on poikkeuksellisen vaikeaa, on näyttötaakkaa joskus alennettu, poistettu tai asetettu vastaajalle.²²⁵

Myös ennalta-arvaamattomat vahingot jäävät korvausvastuun ulkopuolelle²²⁶. Ennalta-arvattavuusvaatimus rajoittaa korvauksen laajuuden siihen, mitä vahinkoja henkilön piti katsoa teostaan tai laiminlyönnistään voivan aiheutua. Myös lain rikkomisen perusteella korvattavien vahinkojen osalta edellytetään ennalta-arvattavuutta.²²⁷ Ennakoitavuusrajoituksen tarkoituksena on suojata vahingonaiheuttajaa odottamattomilta riskeiltä²²⁸. Tarve korvausvelvollisuuden rajoittamiseen konkretisoituu selvemmin välillisten vahinkojen kohdalla, joskin välittömän vahingon määräkin saattaa joskus olla vahingonaiheuttajan kannalta liian suuri²²⁹. Ennakoitavuusrajoituksen tarkoitus on sopimusperusteisessa vastuussa erilainen kuin deliktivastuussa. Sopimusvastuussa rajoitusperiaatteen tehtävänä on sulkea pois velallisen vastuu sellaisista vahingonkärsijän intresseistä, joista velallinen ei ole voinut olla selvillä. Ennakoitavuusrajoitus kannustaa informaation välittämiseen sopimuksen tekovaiheessa.²³⁰

Arvopaperimarkkinoilla syy-yhteyden arviointiin liittyy ongelmia. Syy-yhteys todetaan yleensä asettamalla hypoteettinen kysymys: olisiko vahinkotapahtuma sattunut, vaikka vastuuperusteeksi väitettyä seikkaa ei olisi tapahtunut. Jos seurausta y ei olisi ilmennyt, ellei seikkaa x olisi ollut, vahinkotapahtuma on syy-yhteydessä tekoon. Tätä

²²⁵ Ks. käänteisen todistustaakan osalta KKO 1985 II 170, KKO 1993:80 ja KKO 1995:53 sekä näyttövaatimusten poiston osalta KKO 1997:163. Ks. myös Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 369.

²²⁶ Savela (1999), s. 181. Ks. myös KKO 1997:179 ja KKO 1997:199.

²²⁷ Savela (1999), s. 181. Ks. myös Koski ja af Schultén (1991), s. 364–365, jotka ovat päinvastaisella kannalla. Savelan (1999) mukaan myös OYL:n tai yhtiöjärjestyksen rikkomisenkin osalta vahingon on oltava ennalta-arvattavissa, vaikka yhtiöoikeudellisessa kirjallisuudessa on esitetty, että milloin lakia tai yhtiöjärjystä on rikottu, ei edellytetä ennalta-arvattavuutta. Savelan (1999) mielestä, koska kuitenkin jopa tahallisten rikosten ja sopimusrikkomusten perusteella korvattavien vahinkojen osalta edellytetään ennalta-arvattavuutta, OYL:n ja yhtiöjärjestyksen rikkomisenkin osalta vahingon on oltava ennalta-arvattavissa.

²²⁸ Hemmo (1998), s. 297.

²²⁹ Hemmo (1998), s. 300–301.

²³⁰ Hemmo (2001), s. 601, ja Bishop (1983).

käänteiselle kysymykselle rakentuvaa syy-yhteys-arviointia on kutsuttu opiksi välttämättömästä syystä, *conditio sine qua non*.²³¹ Välttämättömään syy-yhteyksikäsitteeseen liittyy heikkouksia silloin, kun käsillä on ollut useampia tekoja, jotka yksinään saisivat aikaan saman seurauksen. Toisaalta osa vahingon välttämättömistä syistä tai edellytyksistä voi siten olla oikeudellisen arvioinnin kannalta vähämerkityksisiä ja kuulua vastuuarvioinnin pohjalla oleviin normaaliolosuhteisiin.²³² Kausaaliopissa on katsottu olevan tarpeen ottaa huomioon syy-yhteyden välttämättömyyden ohella syy-yhteyden riittävyys²³³. Syy-yhteyden riittävyyskriteeri palvelee pyrkimystä tunnistaa välttämättömien syiden ja edellytysten joukosta ne syyt, joilla on ollut määräävin vaikutus vahingon aiheutumiseen. Sitä sovellettaessa kysytään, onko teko normaaliolosuhteet huomioon ottaen sellaisenaan riittävä vahingon aiheutumiselle.²³⁴ Hemmon (2001) mukaan nykyisin yleinen tapa määritellä relevantti syy-yhteys on seuraava: tarkasteltava teko tai laiminlyönti on tietyn seurauksen syy, jos (ja vain jos) se on välttämätön osa seurausta edeltävää seikastoa, joka on ollut riittävä seuraamuksen aikaansaamiseksi (ns. NESS-kausaliteetti).²³⁵

Syy-yhteyden arvioinnin kannalta ongelmallisia ovat tilanteet, joissa vahingolla on useita mahdollisia aiheuttajia tai joissa vahinko johtui vahingonkärsijän myötävaikutuksesta tai ulkopuolisesta seikasta, kuten luonnontapahtumasta. Lisäksi syy-yhteysproblematiikan ongelmana ovat usein todisteluongelmat.²³⁶ Syy-yhteyden osoittaminen voi olla hankalaa erityisesti tiedonantohäiriöiden yhteydessä²³⁷. Syy-yhteyden osoittaminen edellyttäisi, että sijoittaja voi todistaa, että hän on luottanut harhaanjohtaviin tai puutteellisiin tietoihin ja tehnyt oikeustoimen näiden tietojen

²³¹ Ks. Hemmo (2001), s. 523, ja Shavell (1998), s. 211. Ks. syy-yhteydestä rikosoikeudessa Nuutila (1997).

²³² Tällaisina normaaliolosuhteina Hemmo (2001) mainitsee metsäpalon kohdalla esimerkiksi maaston kuivuuden, tuulen suunnan ja palamisen edellyttämän hapen, jotka eivät ole vahingonkorvausoikeudellisesti vaikutuksellisia syitä, vaan sellaisia taustaolosuhteita, joiden suhteen on totuttu katsomaan, että vastuuvelvollisen on sopeutettava toimintansa vallitseviin ympäristön olosuhteisiin.

²³³ Hemmo (2001), s. 524. Ks. myös Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 241.

²³⁴ Hemmo (2001), s. 524.

²³⁵ Hemmo (2001), s. 525.

²³⁶ Hemmo (2001), s. 525.

²³⁷ Ks. myös Rudanko (1998), s. 371–372.

perusteella. Tämän osoittaminen on usein vaikeaa. Vahingonkorvausoikeuden aineellisten tavoitteiden toteutuminen edellyttäisi siis näyttötaakan alentamista. Ongelmallisena on nähty myös normaaliin riskinottoon kuuluvien tappioiden ja korvattavien vahinkojen erottamisongelma²³⁸. On esitetty, että vahingonkorvauksen syy-yhteyksymykset tulisivat arvopaperimarkkinoiden olosuhteissa liittää vahinkoriskin kasvamiseen²³⁹. Tässä niin sanotussa riskiperusteisessa syy-yhteysarvioinnissa kausaalisuutta arvioidaan sen perusteella, onko teko tai toiminta lisännyt vahingon todennäköisyyttä. Teon ja vahingon välillä on syy-yhteys vain, jos teko lisää vahinkoriskiä.²⁴⁰

Arvopaperimarkkinoilla syy-yhteyden arviointi voidaan toteuttaa myös jakamalla syy-yhteys moitittavan toiminnan ja sijoituspäätöksen väliseksi syy-yhteydeksi (*transaction causation*) ja moitittavan toiminnan ja vahingon väliseksi syy-yhteydeksi (*loss causation*) jaottelulla²⁴¹. Tällöin kantajan pitää näyttää, että 1) hän ei olisi tehnyt sijoituspäätöstä, ellei vastaaja olisi antanut harhaanjohtavaa tai puutteellista tietoa, ja että 2) hänelle aiheutunut tappio johtui niistä seikoista, joita tiedonantohäiriö koski..²⁴²

Toiminnan ja sijoituspäätöksen syy-yhteyden todistaminen voi osoittautua erityisesti piensijoittajalle vaikeaksi²⁴³. Ammattimaisen sijoittajan voi sen sijaan olla helpompaa osoittaa perehtyneensä annettuihin tietoihin²⁴⁴. Käytännössä näyttökynnystä joudutaan alentamaan siihen, että syy-yhteydedellytys täyttyy, jos liikkeeseenlaskija on antanut harhaanjohtavia tai puutteellisia tietoja. Toisaalta ei ole mitään perusteita sille, miksi

²³⁸ Rudanko (1998) kirjoittaa markkinariskiin kuuluvien tappioiden ja korvattavien vahinkojen erottamisongelmasta. Markkinariskin käsite on tässä yhteydessä harhaanjohtava, koska markkinariskillä yleensä tarkoitetaan riskiä, joka ei ole hajautettavissa. Teon ja vahingon välistä syy-yhteyttä ei kuitenkaan välttämättä ole myöskään epäsystemaattisen riskin osalta.

²³⁹ Ks. Rudanko (1998), s. 370. Ks. myös Laurila (2001), s. 209.

²⁴⁰ Calabresi (1975). Ks. myös Posner (2003), s. 184.

²⁴¹ Ks. esimerkiksi Mäntysaari (2001), s. 149.

²⁴² Mäntysaaren (2001) mukaan syy-yhteyden jaottelua toiminnan ja sijoituspäätöksen sekä moitittavan toiminnan ja vahingon väliseksi syy-yhteydeksi on ongelmallista soveltaa Suomessa. Hänen mukaansa jako ei vastaa Suomen oikeutta siltä osin, kuin sillä pyritään rajoittamaan oikeustoimen tekemisestä seuranneiden tappioiden rajaamista. Lisäksi Mäntysaaren mukaan tällainen jako edellyttää käännettä todistustaakkaa, joka on vahingonkorvauksen yleisten periaatteiden vastaista. Ks. Mäntysaari (2001), s. 156-158.

²⁴³ Ks. myös Hidén (2002), s. 172.

²⁴⁴ Hidén (2002), s. 172.

liikkeeseenlaskijan tulisi olla korvausvelvollinen, jos se pystyy osoittamaan, että sijoittaja on tietojen virheellisyydestä tietoisena tehnyt sijoituksen tai että sijoittaja ei ole luottanut esitteissä annettuihin tietoihin.

Toiminnan ja sijoituspäätöksen välistä syy-yhteyden todistustaakkaa on katsottu mahdolliseksi lieventää niin sanotulla markkinavilppiteorialla (*fraud on market theory*). Markkinavilppiteoriaa on katsottu mahdolliseksi soveltaa myös Suomessa.²⁴⁵ Markkinavilppiteorian perusteella luottamusta annettuihin tietoihin ei tarvitse näyttää toteen, vaan todistustaakka on korvattu oletuksella, jonka mukaan sijoittajat luottavat markkinoiden oikeaan hinnanmuodostukseen²⁴⁶. Koska tehokkailla markkinoilla käytössä olevien tietojen oletetaan vaikuttavan arvopaperin kurssiin, tietojen harhaanjohtavuudesta voi aiheutua haittaa kenelle tahansa arvopapereilla kauppaa käyville sijoittajille²⁴⁷. Tällöin vastaajalla on yleensä todistustaakka syy-yhteyden puuttumisesta.

Käytännössä sijoittajalle tulee asettaa edes jonkinasteinen näyttötaakka siitä, että sijoituspäätös perustuu annettuihin virheellisiin tietoihin. Muussa tapauksessa avataan mahdollisuus spekulatiivisille jälkiarvioinneille. Tämä koskee erityisesti jälkimarkkinoilta hankittuja arvopapereita riippumatta siitä, sisältyykö virheellinen informaatio esitteeseen, säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen tai jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Ilman näyttötaakkaa jokaisella kynnellä kykenevillä sijoittajilla olisi mahdollisuus vahingonkorvaukseen, vaikka tosiasiallista syy-yhteyttä toiminnan ja sijoituspäätöksen välillä ei olisi.

Toiminnan ja vahingon välinen syy-yhteys rajaa vastuuta siltä osin, kuin vahinko johtuu tiedonantohäiriöön liittyvistä muista syistä, kuten arvopaperimarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Käytännössä vahingon oletetaan olevan seurausta tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta. Vastaaja voi kumota syy-yhteysoletuksen näyttämällä, että

²⁴⁵ Rudanko (1998), s. 373, 376–379.

²⁴⁶ Hidén (2002), s. 167.

²⁴⁷ Mäntysaari (2001), s. 149–150.

kurssin lasku ei aiheutunut seikasta, jota esitteessä olevien tietojen paikkansapitävyys tai riittämättömyys koski. Teon ja vahingon välisen syy-yhteyden osalta arviointi kytkeytyy aiheutuneen vahingon määrittämiseen. Sijoituskohteen tappiosta on pystyttävä erottamaan se osa, joka liikkeeseenlaskijan tulee korvata, ja se osa, joka kuuluu sijoituskohteiden normaaliin riskiin.

4.3 Negatiivinen ja positiivinen sopimusetu

Differenssioppi jättää avoimeksi kysymyksen siitä, mikä korvausmuoto otetaan korvauksen laskemisperusteeksi²⁴⁸. Vaihtoehtoisia korvausmuotoja ovat restituuatio sekä negatiivinen ja positiivinen sopimusetu. Restituutiolla tarkoitetaan etukäteissuoritusten palauttamisvelvollisuutta. Negatiivisen sopimusedun korvaamisella tarkoitetaan velkojan saattamista siihen asemaan, jossa hän olisi ollut, ellei sopimusta olisi lainkaan tehty eikä myöskään ryhdytty valmistelemaan. Positiivisen edun korvaamisella tarkoitetaan velkojan saattamista vahingonkorvauksen avulla siihen taloudelliseen asemaan, johon hän olisi päätenyt, jos sopimus olisi täytetty oikein.²⁴⁹ Positiivisen sopimusedun korvaaminen on sitovan sopimuksen rikkomisen jälkeinen keino. Negatiivisen sopimusedun korvaaminen puolestaan perustuu yleensä pätemättömään sopimukseen tai tuottamukselliseen menettelyyn sopimusneuvotteluissa.²⁵⁰ Lisäksi negatiivisen sopimusedun korvaamista on toisinaan pidetty mahdollisena sopimuksen raukeamisen tai sopimuksesta vetäytymisen yhteydessä²⁵¹.

Sopimuksen valmistelun ja päättämiseen liittyvien kulujen sisältyminen negatiiviseen sopimusetuun ja sopimuksen mukaisen voiton kuulumista positiiviseen sopimusetuun on sopimusetukäsitteiden tärkein ero. Muiden sopimusten tekemättä tai täyttämättä

²⁴⁸ Hemmo (1994), s. 85.

²⁴⁹ Hemmo (1994), s. 88.

²⁵⁰ Tähän liittyy oleellisesti niin sanottu culpa in contrahendo -vastuu. Culpa in contrahendo tarkoitetaan sopimukseen liittyvää valmisteluun liittyntä tuottamusta silloin, kun osapuolten välille ei ole syntynyt pätevää sopimussuhdetta. Ks. culpa in contrahendo -vastuusta yleisesti esimerkiksi Hemmo (2003a), s. 203–244.

²⁵¹ Hemmo (2003b), s. 261.

jättämisestä johtuvat vahingot ja vahinkotapahtumaan liittyvät kustannukset kuuluvat kummankin sopimusedun piiriin.²⁵² Saamatta jäänyttä voittoa ei kuitenkaan korvata, mikäli vastaava voitto olisi voitu saavuttaa tekemällä kateosto tai muulla vastaavalla tavalla. Sikäli, kun kyseessä on tuote, jolla jatkuvasti käydään kauppaa, kateosto on tehtävä pian vahingon tapahtumisen tai havaitsemisen jälkeen.²⁵³ Jos vahingonkärsijä ei tee kateostoa, ottaa hän riskin hyödykkeen hinnassa tapahtuvista muutoksista. Tällöin ei ole perusteltua olettaa vahingonaiheuttajan olevan vastuussa tästä hinnanmuutoksesta.²⁵⁴ Kateostoa tai muuta vastaavaa vahingon välttämiseen tähtäävää toimenpidettä ei ole aina kaikissa tilanteissa tehtävä. Jossain tilanteissa vahingon kärsineellä voi olla perusteltu syy jättää kateosto tekemättä.²⁵⁵ Aiheutuneesta vahingosta vähennetään ne kulut, joita olisi syntynyt, mikäli olisi toimittu asianmukaisella tavalla. Vahinkojen korvaamisen ja selvittelyn aiheuttamat kulut kuuluvat korvattaviin vahinkoihin.²⁵⁶ Väärinkäytösten ennaltaehkäisemisestä aiheutuvat kulut eivät ole vahingonaiheuttajan korvattavia²⁵⁷.

Positiivinen sopimusetu johtaa tehokkaaseen sopimusrikkomukseen silloin, kun molemmat sopimusosapuolet ovat riskineutraaleja eikä sopimukseen liity investointeja²⁵⁸. Jos sopimukseen liittyy investointeja, positiivinen sopimusetu johtaa liikainvestointeihin. Tällöin tehokas korvaus on restituuio.²⁵⁹ Vastaavasti positiivinen sopimusetu johtaa tehokkaaseen sopimusrikkomukseen vain, kun sopimuksen rikkoja on riskineutraali ja vahingonkärsijä riskiaversiivinen²⁶⁰. Tällöin riskiaversiivinen vahingonkärsijä on suojattu sopimusrikkomuksesta aiheutuvilta vahingoilta. Sen sijaan, kun sopimuksen rikkoja on riskiaversiivinen ja vahingonkärsijä on riskineutraali tai molemmat ovat riskiaversiivisiä, positiivinen sopimusetu ei johda tehokkaaseen

²⁵² Ks. vaihtoehdoisen saamatta jääneen tuoton korvaamisesta sopimusrikkomuksen yhteydessä esimerkiksi KKO 1999:48.

²⁵³ Portin (1987), s. 313, ja Savela (1999), s. 194.

²⁵⁴ Savela (1999), s. 194.

²⁵⁵ Savela (1999), s. 195. Ks. myös KKO 1991:79.

²⁵⁶ Ks. KKO 1998:149.

²⁵⁷ Savela (1999), s. 197.

²⁵⁸ Polinsky (1989), s. 31, 35–36 ja 62.

²⁵⁹ Polinsky (1989), s. 36–37.

²⁶⁰ Polinsky (1989), s. 62.

sopimusrikkomukseen, koska riskiaversiivinen vahingonaiheuttaja kantaa sopimusrikkomuksesta aiheutuvat riskit. Ensimmäisessä tapauksessa riskit tulisi allokoida vahingonkärsijälle ja jälkimmäisessä tapauksessa jakaa suhteessa, joka vastaa heidän keskinäistä suhtautumista riskiin.²⁶¹ Molemmissa tapauksissa positiivinen sopimusetu on kuitenkin negatiivista sopimusetua ja restitutiota parempi korvausmuoto²⁶².

Positiivisen sopimusedun soveltaminen ei ole kuitenkaan ongelmaton. Ensinnäkin osapuolten suhtautuminen riskiin on vaikeasti selvitettävissä. Toiseksi jotta positiivinen sopimusetu johtaisi tehokkaaseen sopimusrikkomukseen, tuomioistuimen tulisi määrittää se rahamäärä, jonka mukaisesti sopimosapuoli on vaihdannan kohdetta arvostanut²⁶³. Muutoin vahingonkorvaus ei huomio ns. kuluttajan ylijäämää, mikä on taloudellisesti tehokasta²⁶⁴. Käytännössä korvausvastuun laajuutta rajoittavia periaatteita, kuten ennakoitavuusrajoitetta, arvioidaan objektiivisin perustein, mikä johtaa liian pieneen vahingonkorvaukseen²⁶⁵. Sopimussakosta sopimalla voidaan jossain määrin selvittää sitä, kuinka arvokkaana osapuoli sopimusta pitää²⁶⁶.

Negatiivinen sopimusetu voisi tulla kysymykseen esimerkiksi silloin, kun markkinointiaineistoon sisältyy harhaanjohtavaa tai puutteellista tietoa, jonka perusteella sijoittaja investoi yhtiöön, johon hän ei olisi kuitenkaan sijoittanut, jos yhtiöstä olisi annettu oikeata informaatiota. Negatiivinen sopimusetu voi johtaa tehottomaan lopputulokseen, koska se siirtäisi vahingonaiheuttajalle riskin tiedonantohäiriöön kuulumattomista seikoista. Sijoittamiseen sisältyy kuitenkin aina riskiä. Jos liikkeeseenlaskijan täytyisi palauttaa vahingonkärsineelle sijoitettu pääoma, se kantaisi riskin yleisestä kurssikehityksestä. Vahingonkorvausoikeuden syy-yhteysvaatimus edellyttää muiden osakkeen arvoon vaikuttavien seikkojen rajaamista

²⁶¹ Polinsky (1989), s. 61.

²⁶² Polinsky (1989), s. 63.

²⁶³ Polinsky (1989), s. 62. Ks. myös Heimonen ja Määttä (1997), s. 58, Easterbrook ja Fischel (1991), s. 330.

²⁶⁴ Easterbrook ja Fischel (1991), s. 330.

²⁶⁵ Ks. Hemmo (2003b), s. 263.

²⁶⁶ Easterbrook ja Fischel (1991), s. 330.

vahingonkorvauksen ulkopuolelle. Käytännössä negatiivinen sopimusetu ei tulle kysymykseen edes esitevastuussa.²⁶⁷

²⁶⁷ Vrt. Hidén (2002), jonka mukaan negatiivinen sopimusetu ei tule kysymykseen listautumisen yhteydessä, koska se siirtäisi korvausvelvolliselle riskin muistakin arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista kuin sellaisista, jota tiedonanto koskee. Hänen mielestään ratkaisu olisi kohtuuton ja vastoin sitä peruslähtökohtaa, että sijoittaminen arvopaperimarkkinoilla on tietoista riskinottoa. Hidénin mukaan kuviteltuna tapahtuman kulkuna on pidettävä sitä, että oikeat ja riittävät tiedot on annettu ja sijoitus tehty sillä arvostuksella, joka niiden tietojen perusteella olisi ollut oikea.

4.4. Vahingon määrittämisen ajankohta

Vahingon määrittäminen edellyttää kannanottoa myös vertailukohdasta. AML:n mukaisessa vahingonkorvauksessa lähtökohdانا voitaneen pitää markkinahintaa. Vasta markkinahinnan puuttuessa tai jos katsotaan, että markkinahinta ei ole luotettavasti muodostunut, vertailu tulisi kohdistaa muihin tekijöihin, kuten teoreettisiin substanssi- ja tuotto-arvoihin.²⁶⁸ Markkinahinnan on katsottu olevan paras käytettävissä perusta arvonmäärittämiselle, koska markkinahinnasta heijastuu arvopaperimarkkinoilla toimivien sijoittajien odotukset.²⁶⁹ Yksittäisen osapuolen tai tuomioistuimen suorittama arvonmäärittely julkiseen informaatioon perustuvien tuotto- ja/tai substanssilaskelmien avulla on katsottu olevan markkinahintaa alttiimpi virhearvioineille.

Markkinahinnan ensisijaisuus ilmenee myös muulla lainsäädännössä. AML 6:11 §:n mukaisessa pakollisessa ostotarjouksessa ja OYL 18:7 §:n mukaisessa lunastustilanteessa oletetaan ensisijaisesti käytettävän markkinahintaa käypänä hintana.²⁷⁰ Lunastustilanteissa voidaan toissijaisesti käyttää teoreettisia arvonmäärittäystapoja kuten tuottoarvo- ja substanssiarvolaskentaa. Markkinahinnasta poikkeamista edellyttää erityistä syytä, kuten näyttöä siitä, että kurssitasoa on manipuloitu arvopaperimarkkinalain vastaisesti tai, että käypää hintaa ei voida luotettavasti arvioida pelkästään tehtyjen kauppojen perusteella esimerkiksi tilanteessa esimerkiksi silloin, kun osakkeiden vaihdanta on ollut vähäistä.²⁷¹

Vahingon määrittämiseen liittyy kysymys, mikä on korvauksen määrittämisen oikea ajankohta²⁷². Vahingonkorvausoikeus ei sisällä yleisiä säännöksiä määrittämisen

²⁶⁸ Substanssiarvolla tarkoitetaan yrityksen varojen ja velkojen välistä erotusta. Tuottoarvolla tarkoitetaan puolestaan yrityksen tulevien nettokassavirtojen nykyarvoa. Ks. substanssi- ja tuottoarvosta enemmän esimerkiksi: Kallunki ja Niemelä (2004).

²⁶⁹ Kaisanlahti (1999), s. 80.

²⁷⁰ Mähönen & Villa (2006a), s. 527-533

²⁷¹ Kaisanlahti (1999), s. 81, Timonen (1997), s. 269, Mähönen ja Villa (2006a), s. 530

²⁷² Rudanko (1998), s. 387. Ks. myös Hidén (2002), s. 189.

ajankohdasta, vaan ajankohdan valinta on tehtävä tapaus kerrallaan²⁷³. Kirjallisuudessa korvauksen määrittämisajankohdaksi on esitetty kolme eri ajankohtaa.

Ensinnäkin korvauksen määrittämisen ajankohdaksi voidaan ottaa vahingon tapahtumisajankohdan mukainen kurssi. Tapahtumisajankohta olisi siinä mielessä oikea korvauksen määrittämisen ajankohta, että silloin harhaanjohtava tai totuudenvastainen tieto tosiasiallisesti aiheuttaa vahinkoa. Käytännössä vahingon määrittämien ei onnistu, koska arvopaperimarkkinoilla vahingon määrä ilmenee tapahtumisajankohtaa huomattavastikin myöhemmin. Tällöin korvattavaksi tuomittavat vahinko jouduttaisiin arvioimaan muiden tekijöiden kuin markkinahinnan perusteella esimerkiksi substanssiarvon tai tuottoarvon perusteella.

Toiseksi vahingon määrittämisajankohdaksi voidaan ottaa vahingon ilmitulohetken mukainen kurssi. Tehokkailla markkinoilla²⁷⁴ osakkeen hintaan heijastuu kaikki relevantti käytettävissä oleva informaatio, joten osakkeen kurssi muuttuu välittömästi harhaanjohtavan tai totuudenvastainen tieto korjataan. Tällöin vahingon määrä voidaan laskea osakkeen arvon muutoksesta kyseisellä hetkellä. Koska arvopaperimarkkinoilla kaikki relevantti informaatio heijastuu osakkeen arvoon, virheellisen suorituksen ja virheettömän suorituksen arvot kehittyvät samalla tavalla. Sen sijaan, jos virheellisen ja virheettömän suorituksen arvot kehittyisivät eri tavoin, jouduttaisiin arvioimaan virheellisen ja virheettömän suorituksen arvon kehitystä. Tällöin vahingonkorvauksen määrä riippuu siitä, tehdäänkö laskelma tapahtumisajankohdan vai ilmituloajankohdan perusteella. Koska virheettömän suorituksen arvon kehitystä on käytännössä mahdotonta arvioida, tulisi vahingonkorvaus laskea tapahtumisajankohdan mukaan esimerkiksi substanssi- tai tuottoarvon perusteella.

²⁷³ Routamo ja Ståhlberg (2000), s. 312.

²⁷⁴ Markkinoita jaetaan tehokkuuden mukaan luokkiin sen mukaan, miten ne arvopapereiden hinnat heijastavat informaatiota. Yleisen käsityksen mukaan arvopaperimarkkinat täyttävät puolivahvan tehokkuuden kriteerit. Markkinatehokkuuden luokat ovat seuraavat: 1) heikko tehokkuus: arvopapereiden hinnat heijastavat aikaisempiin hintamuutoksiin sisältyvän informaation; 2) puolivahva tehokkuus: markkinahinnat reagoivat välittömästi kaikkeen julkistettuun informaatioon; 3) vahva tehokkuus: markkinat reagoivat välittömästi kaikkeen arvopapereiden hinnanmuodostuksen kannalta relevanttiin informaatioon: millään sijoittajaryhmällä ei ole monopolitietoa arvopapereiden hinnanmuodostukseen vaikuttavista seikoista.

Erityisesti esitevastuun osalta on syytä todeta, että merkintähinnan käyttäminen vahingonkorvauksen määrän laskemisessa johtaisi kyseenalaiseen lopputulokseen. Jos vahinko määriteltäisiin vahingon tapahtumisajankohdan ja ilmituloajankohdan välisenä kurssierotuksena, vahingon määrä vaihtelisi sattumanvaraisesti. Jos ilmituloajankohdan kurssi olisi alempi kuin tapahtumisajankohdan kurssi, sijoittaja olisi oikeutettu vahingonkorvaukseen riippumatta siitä, aiheuttiko harhaanjohtava ja puutteellinen tieto vahinkoa. Päinvastaisessa tapauksessa, jossa ilmituloajankohdan kurssi olisi korkeampi kuin tapahtumisajankohdan kurssi, sijoittaja ei olisi oikeutettu korvaukseen, vaikka harhaanjohtavasta tai totuudenvastaisesta tiedosta olisi voinut tosiasiaassa aiheutua vahinkoa.

Kolmanneksi vahingonkorvauksen määrittämisen ajankohdaksi voidaan ottaa kanteen nostamisajankohdan mukainen kurssi. Tällöin korvattavaksi tuomittavaan vahingon määrään vaikuttaisivat vahingon ulkopuoliset seikat, kuten yleinen kurssikehitys. Sijoittaja voisi velan vanhentumisajan²⁷⁵ puitteissa seurata sijoituksensa kehittymistä ja tarvittaessa nostaa kanteen, jos osakkeen arvo kehittyi epäsuotuisesti. Kanteen nostamismahdollisuus suojaa sijoittajaa myöhemmin seuraavilta tappioilta ja velallinen kantaa riskin vahingon jälkeisestä kurssitappiosta. Tämä ei ole vahingonkorvausoikeuden oppien mukaista, koska sijoittajalla on mahdollisuus rajoittaa tappiotaan esimerkiksi myymällä osakkeensa. Lisäksi syy-yhteys edellytys rajoittaa vahingon esitteessä olevaan harhaanjohtavaan tai totuudenvastaiseen tietoon eikä myöhempi kurssikehitys vaikuta vahingon määrään.

²⁷⁵ Suomessa yleinen vanhentumisaika on velan vanhentumisesta annetun lain (VanhL, 728/2003) 4 §:n mukaan kolme vuotta. VanhL 7.1,2 §:n mukaan vahingonkorvauksen vanhentumisaika alkaa kulua asiamiehen, edustajan tai muun toimeksisaajan tekemään virheeseen tai laiminlyöntiin perustuvassa vahingonkorvausoikeudessa siitä, kun toimeksisaaja on tehnyt tilityksen tai, jollei vahingonkorvauksen peruste käy ilmi tilityksen tiedoista, siitä kun päämies on havainnut virheen tai laiminlyönnin taikka hänen olisi pitänyt se havaita. VanhL 7.2 §:n mukaan vahingonkorvauksen vanhentuminen on kuitenkin katkaistava ennen kuin kymmenen vuotta on kulunut sopimusrikkomuksesta taikka vahinkoon johtaneesta tai edun palautuksen perustana olevasta tapahtumasta. Määräaika ei rajoita vahingonkäräjän oikeutta vaatia korvausta henkilö- tai ympäristövahingosta. Ks. vanhentumisaikoihin liittyvästä problematiikasta esimerkiksi HE 187/2002 vp ja OYL:n osalta Savela (2001).

Virheellisesti laskettuna vahingon määrä voi siis vaihdella päivittäin. Tosiasiassa vahinko aiheutuu kun virheellisen tiedon sisältävä esite julkistetaan. Vahinko on se erotus, jonka osakkeista maksettu hinta on virheen johdosta poikennut hinnasta, joka osakkeista olisi maksettu ilman virhettä. Käytännöllisistä syistä ajankohta, jota vahingon määrän laskemisessa on käytettävä, on hetki, jolloin esitteen virhe tulee julkisuuteen. Tällöin säännöllisesti julkisesti noteeratun arvopaperin osalta voidaan havaita virheellisen ja virheettömän suorituksen arvot ja laskea vahingon määrä niiden erotuksena. Koska ennen hetkeä, jolloin esitteen virhe tulee julkisuuteen, virheellisen ja virheettömän suorituksen arvojen keskinäinen suhde pysyy samana, on näin laskettu vahingon määrä myös todellinen vahinko.

Vahingon määrittämisessä arvopaperin hinnan muutoksesta eristetään virheellisen informaation vaikutus. Tehokkailla markkinoilla kaiken relevantin informaation tulisi heijastua välittömästi osakkeen arvoon, jolloin vahingon määrittäminen tulisi kohdistua hetkeen, jolloin virheellinen tieto tulee ilmi. Jos vahinko lasketaan esimerkiksi päivän päätöskurssien perusteella, vahingon määrään vaikuttaa muun käytettävissä oleva informaatio ja siten myös yleinen kurssikehitys.

Käytännössä ilmi tullut virhe ei vaikuta välittömästi osakkeen arvoon. Virheen vaikutus osakkeen arvoon ilmenee pakostakin viiveellä, joka voi vaihdella sekunneista ehkä jopa päiviin. Osakkeelle kauppaa käyvät osapuolet joutuvat arvioimaan virheen vaikutusta osakkeen arvoon, mikä kestää oman aikansa. Markkinoille tuleva uusi informaatio lisää osakkeen kaupankäyntiä ja volatilitteettia.²⁷⁶ Osakkeen hinnassa voi näkyä myös erilaiset yli – ja alilyönnit, joita ilmenee osakemarkkinoilla uuden informaation tultua julki.²⁷⁷ Tällöin osakkeen arvoon voi vaikuttua myös erilaiset anomaliat.²⁷⁸ Jos osakkeen kurssikehitys pysyy vakaana virheellisen ilmitulon jälkeen, voidaan vahingon määrä arvioida suhteellisen luotettavasti osakkeiden hinnan avulla. Jos osakkeen kurssikehitys vaihtelee uuden informaation tultua julki, kuten useat empiiriset

²⁷⁶ Bae & Jo (1999).

²⁷⁷ Ks. yli- ja alilyönneistä esimerkiksi: Kahneman & Tversky (1982), De Bond & Thaler (1985).

²⁷⁸ Ks. informaation julkistamiseen liittyvistä anomaliaista esimerkiksi: Bartov (1992).

tutkimukset osoittavat, vahingon määrän laskeminen onnistuu käytännössä vain tilastollisten menetelmien avulla.

Vahingon määrää arvioitaessa on syytä huomioida tilanne, jossa virheellinen tieto ei tule kaikkien tietoon samanaikaisesti pörssitiedotteen muodossa, vaan virhe tulee vain joidenkin esimerkiksi ammattimaisen sijoittajien tietoon. Tällöin virheen vaikutus osakekurssiin heijastuu pitemmällä aikavälillä. Tässä tapauksessa vahingon määrän arviointi hetkellisen kurssimuutoksen perusteella johtaisi epätoivottuun lopputulokseen. Vahingon määrän laskemisen osalta ongelmaksi voivat muodostua sellaiset arvopaperit, joilla käydään kauppaa harvoin ja joiden likviditeetti on huono. Tällöin yksi yksittäinenkin hinnan heilahdus voi vaikuttaa laskettavan vahingon määrään. Jos osakkeen markkinahintaa ei luotettavasti saada, joudutaan arviointi tekemään muiden tekijöiden perusteella, kuten substanssi- ja tuottoarvon perusteella.

Edellä esitetyissä tilanteissa, joissa vahingon määrittäminen on ongelmallista, johtavat siihen, että vahingon määrä on joka tapauksessa arvioitava tapauskohtaisesti. Erityisten laskentasääntöjen luominen johtaisi todennäköisesti huonompaa lopputulokseen kuin vahingon määrän arviointi. Lisäksi mekanistinen laskentasääntö mitä suurimmalla todennäköisyydellä johtaisi siihen, että vahingonkorvauksen yleisesti hyväksytyt ja taloustieteellisessä mielessäkin tarkoituksenmukaiset opit, kuten syy-yhteys edellytys, menettäisivät merkityksensä.

5 Vanhentumissääntö

5.1 Vanhentumisaika

Saatavien vanhentumista koskevalla lainsäädännöllä tavoitellaan velkasuhteiden selkeyttä ja oikeusvarmuuden turvaamista.²⁷⁹ Ajan kulumisen aiheuttaa todisteluvaikeuksia niin velan syntymiseen kuin sen lakkaamiseen vaikuttavista seikoista. Tosiasioiden jäädessä epäselviksi tuomioistuin joutuu ratkaisemaan riidan todistustaakan jakoa koskevien periaatteiden nojalla, jolloin ratkaisu ei välttämättä vastaa materiaalisesti oikeaa lopputulosta. Saatavien vanhentumista koskevalla lainsäädännön pyritään siten estämään velkojan passiivisuus ja selvittämään velkasuhteen sisältö mahdollisimman aikaisessa vaiheessa.

Vanhentumisajan pituus, sen alkamisajankohta ja vanhentumisen katkaisukeinot muodostavat kokonaisuuden.²⁸⁰ VanhaL:n mukainen yleinen velan vanhentumisaika on kolme vuotta. Sopimusrikkomuksessa vanhentumisaika hyvitykselle alkaa kulua siitä, kun ostaja on havainnut virheen tai puutteen kaupan kohteessa tai kun muu velkojana oleva sopijapuoli on havainnut virheellisyyden sopimuksen täyttämässä taikka hänen olisi pitänyt se havaita. (VanhaL 7.1,1 §) Muussa kuin sopimussuhteeseen perustuvassa vahingonkorvauksessa vanhentumisaika alkaa siitä, kun vahingonkärsijä on saanut tiedon tai hänen olisi pitänyt saada tieto vahingosta ja siitä vastuussa olevasta. (VanhaL 7.1,3 §)

Ennen 2003 voimaan tullutta VanhaL:n säännöstöä oli voimassa vanhentumisasetuksen mukainen yleinen vanhentumisaika kymmenen vuotta. Aiemmin sopimusperusteisen vanhentumisen lähtökohtana oli sopimuksen tekemisajankohta. Velkojan kannalta sopimuksen tekemisajankohtaan sidottu vanhentumisaika on ongelmallinen, koska

²⁷⁹ HE 187/2002, s. 17.

²⁸⁰ HE 187/2002, s 17.

vahinko saattaa tulla havaittavaksi huomattavasti myöhempänä ajankohtana.²⁸¹ Sen sijaan sopimussuhteen ulkopuolella syntyneeseen vahingonkorvausvelkaan sovellettiin, kuten nytkin yleislakia VahL:a, jonka mukaan vanhentuminen alkaa vahingon tapahtumisesta.²⁸²

Osakeyhtiölaissa on katsottu tarpeelliseksi säätää VanhaL:n poikkeavasta vanhentumisajasta. Uuden osakeyhtiönlain 22:8 §:n mukaan OYL:n 22 luvun tai TTL 44 §:n nojalla ajettavaa kannetta koskee viiden vuoden määräaika, jonka alkamisajankohta perustuu asianomaisen korvausvelvollisen yhtiöoikeudelliseen asemaan. Hallituksen tai hallintoneuvoston jäsentä taikka toimitusjohtajaa vastaan kanne on nostettava viiden vuoden kuluessa sen tilikauden päättymisestä, jona kanteen perusteena oleva päätös tehtiin tai kanteen perusteena olevaan toimenpiteeseen ryhdyttiin. Tilintarkastajaa vastaan kanne on nostettava viiden vuoden kuluessa siitä, kun kanteen perusteena oleva tilintarkastuskertomus, lausunto tai todistus esitettiin. Osakkeenomistajaa tai yhtiökokouksen puheenjohtajaa vastaan kanne on nostettava viiden vuoden kuluessa päätöksestä tai toimenpiteestä, johon kanne perustuu. Käytännössä pisin kanneaika on tilintarkastajalla ja lyhin osakkeenomistajalla ja yhtiökokouksen puheenjohtajalla.²⁸³

Vanhan osakeyhtiölain mukaisia vahingonkorvauskanteen nostamisen määräaikoja, johtohenkilön ja tilintarkastajan osalta kolme vuotta sekä osakkeenomistajan osalta kaksi vuotta, pidettiin käytännössä lyhyinä ja ne saattoivat johtaa sattumanvaraisiin tuloksiin. Mahdollisten korvausvelvollisten näkökulmasta määräajat eivät myöskään tehokkaasti poistaneet vahingonkorvauskanteiden uhasta aiheutuvaa epävarmuutta, koska muita kuin yhtiön lukuun ajettavia kanteita — esimerkiksi osakkeenomistajien ja velkojien omaan lukuunsa ajamia kanteita — koski ainoastaan yleinen vanhentumisaika. Vanhentumislainsäädännön uudistukseen ei katsottu ratkaisevasti poistanut tätä epävarmuutta, koska yleinen kolmen vuoden vanhentumisaika on

²⁸¹ Hemmo (2003) , s. 452

²⁸² HE 187/2002, s. 7.

²⁸³ Mähönen (2006) s. 228-230 ja 341.

katkaistavissa vapaamuotoisesti ja se lasketaan muuhun kuin sopimussuhteeseen perustuvassa vahingonkorvauksessa alkavaksi vasta siitä, kun vahingonkärsijä on saanut tiedon tai hänen olisi pitänyt saada tieto vahingosta ja siitä vastuussa olevasta. Tämän vuoksi uudessa osakeyhtiölaissa tarkoitettuja vahingonkorvauskanteita varten otettiin käyttöön erityinen viiden vuoden kanneaika.

Esitevastuun osalta esitevastuutyöryhmä esitti esitevastuuseen yleistä VanhaL:n mukaista vanhentumisaikaa, jollei kyse ole rangaistavasta teosta. Työryhmän ehdotuksen mukaan vanhentumisaika ei alkaisi kaavamaisesti esitteen julkistamisesta, vaan VanhaL:n pääsäännön mukaisesti esitteen virheen tai puutteen havaitsemisesta. Esitevastuutyöryhmä katsoi, ettei esitevastuussa ole syytä omaksua nykyisen osakeyhtiölain mukaista viiden vuoden vanhentumisaikaa esim. esitteen julkaisemisesta. Osakeyhtiöillisissä kysymyksissä vahinko syntyy välittömästi sen aikaansaavan päätöksen tai muun toimen myötä. Sitä vastoin esitevastuun perustava virheellisyys tai puutteellisuus ilmenee esitteen julkistamishetkeen nähden myöhemmin.²⁸⁴ Esitevastuutyöryhmän kannanottoa voidaan myös arvostella. Usein myös osakeyhtiöillisissä kysymyksissä vahinko ilmenee päätökseen tai muun toimeen nähden myöhemmin.

Taloustieteellisestä näkökulmasta vanhentumisajassakin on kyse oikeudenkäyntikustannuksen eli prosessi- ja virhekustannusten minimoimisesta. Virhekustannusten välttämiseksi vanhentumisaika ei tule alkaa ennen kuin velkojalla on ollut mahdollisuus vaatimusten esittämiseen. Informaation julkistamisajankohtaan sidottu vanhentumisen alkamisajankohta olisi sijoittajan kannalta ongelmallinen, koska vahinko saattaa tulla havaituksi myöhempänä ajankohtana. Lisäksi liikkeeseenlaskijalle ja sen johdolle informaation julkistamisajankohtaan sidottu vanhentumisen alkamisajankohta voi luoda kannustimen vahingonkorvauksen välttämiseksi olla paljastamatta harhaanjohtavaa tai totuudenvastaista tietoa vanhentumisajan kuluessa. Tällöin sijoittaja kantaisi riskin siitä, että hän voi jäädä vaille korvauksia, jos vahinko

²⁸⁴ Esitevastuutyöryhmä (2005), s. 74

ilmenee vanhentumisajan kulumisen jälkeen. Sijoittajat voivat kuitenkin ottaa huomioon vanhentumisaikaan liittyvän riskin arvopaperien hinnoittelussa. Siten vanhentumisaikaan sisältyvä riski lisää liikkeeseenlaskijoiden rahoituskustannuksia. Pahimmillaan sijoittajan kannalta epäedullinen vanhentumisen alkamisajankohta voi heikentää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan, jos sijoittajilla ei ole tosiasiallista mahdollisuutta nostaa vahingonkorvauskannetta.

Toisaalta velan vanhentumisaika tulee mitoittaa niin, ettei velalliselle aiheudu epävarmuutta ja näyttövaikeuksia. Näytön esittämiseen liittyvät vaikeudet eivät kuitenkaan muodostune liikkeeseenlaskijan ja sen johdon kannalta ongelmalliseksi varsinkin, jos näyttötaakka asetetaan liikkeeseenlaskijalle ja sen johdolle. Sen sijaan jos vastuun vanhentumisaika on sidottu virheen tai puutteen havaitsemiseen, se voi aiheuttaa pidempiaikaista oikeudellista epävarmuutta liikkeeseenlaskijalle ja erityisesti sen johdolle.²⁸⁵ Tällä voi olla vaikutusta myös jälkimarkkinoille, koska osakkeen arvoon sisältyy riski mahdollisista vahingonkorvausvastuista.

Vahingon ilmituloon sidottu vanhentumisen alkamisajankohta liittyy myös ongelma tiedon saamisesta. On mahdollista, että korvausta hakevat saavat tiedon vahingosta eri aikaan ja tiedon saannin osoittaminen näissä olosuhteissa on useimmiten vaikeaa. Lisäksi ongelmaksi muodostuu asteittain täydentyvä tieto. Esitevastuutyöryhmä katsoikin, että esitevastuun perustava vanhentumisaika saattaa yksittäistapauksissa alkaa siitä, Rahoitustarkastuksen määräämä hallinnollinen seuraamus on saanut lainvoiman. Arvopaperimarkkinoiden luonteen huomioiden myös yhtiön mahdolliselle

²⁸⁵ Esitevastuutyöryhmän mietinnöstä annetuissa lausunnoissa on kiinnitetty huomiota vanhentumisajan alkamisajankohtaan. ”Oikeusvarmuuden on katsottu puoltavan yleistä vanhentumisaikaa lyhyempää kanneaikaa. Jos esitevastuun vanhentumisaika ei ole sidottu esitteen julkistamiseen, se voi aiheuttaa pidempiaikaista oikeudellista epävarmuutta liikkeeseenlaskijalle ja sen johdolle. Työryhmän ehdottamasta kolmen vuoden säännöstä saattaa seurata, että esitevastuu jatkuisi ennakoimattoman ja määrittelemättömän ajanjakson riippuen mahdollisen vahingon havaitsemisesta. Määrittelemättömäksi ajanjaksoksi ehdotettu esitevastuu voi muodostua erityisen ankaraksi, sillä mahdollisia vahingonkärsijöitä ja kantajia on erittäin runsas joukko, jolloin kanteen nostamisriski on varsin suuri. Liian pitkäaikainen ja epämääräiseksi ajaksi langetettu esitevastuu sekä kanteiden uhasta aiheutuva epävarmuus saattaa johtaa siihen, ettei pörssi-yhtiöiden eikä listautumassa olevien yhtiöiden hallitukseen hakeudu päteviä henkilöitä.”

pörssitiedotteelle, jossa harhaanjohtava tai totuudenvastainen tieto selvästi korjataan, tulee antaa merkitystä.

Vanhentumisajankohtaan liittyy osaltaan edellä esitetty kysymys vahingon laskemisajankohdasta. Jos vahingonkorvaus lasketaan kanteen esittämishetken perusteella, on sijoittajalla mahdollisuus hyötyä kurssivaihteluista. Käytännössä sijoittaja saa eräänlaisen vakuutuksen kurssilaskua vastaan. Tällöin vanhentumisaika tulisi asettaa mahdollisimman lyhyeksi. Sen sijaan jos vahinko lasketaan edellä esitetyn mukaisesti vahingon ilmitulohetken mukaan, ei erityiselle vanhentumisajalle ole perusteita.

Optimaalista vanhentumisaikaa on vaikea määrittää. On selvää, että liian lyhyt kanneaika ja esitteen julkistamisajankohtaan sidottu vanhentumisen alkamisajankohta, saattavat estää sijoittajien mahdollisuuden saada korvauksia. Sijoittajien oikeussuojan vaarantumisella olisi haitallisia seuraamuksia koko arvopaperimarkkinoille. Toisaalta liian pitkä vanhentumisaika voi johtaa siihen, ettei pörssiyhtiöiden eikä listautumassa olevien yhtiöiden hallitukseen hakeudu päteviä henkilöitä. Epävarmuutta tulisi kuitenkin pyrkiä ensisijaisesti lieventää muilla keinoilla, kuten vanhentumisen katkaisukeinoilla tai reklamaatiota koskevilla säännöksillä. Toisaalta arvopaperimarkkinaoikeudellisissa ja osakeyhtiöoikeudellisissa kysymyksiä tulisi pyrkiä samansuuntaisiin ratkaisuihin, jolloin kannetta koskeva viiden vuoden määräaika voitaisiin ulottaa myös AML:n mukaiseen vastuuseen.

5.2 Vanhentumisen katkaiseminen

Vanhentumisen katkaiseminen tarkoittaa, että velka ei vanhennu, jos katkaisuun johtava toimi tehdään ennen vanhentumisajan umpeutumista. Katkaisun seurauksen vanhentuminen alkaa uudelleen. Katkaisukeinot jakaantuvat vapaamuotoisiin ja

virallisiin. Vapaamuotoisessa katkaisukeinossa riittää pelkkä vapaamuotoinen muistutus velasta. Virallisista katkaisukeinoista tyypillisin on niin sanottu kannekatkaisu eli kanteen vireillepano. Muita viralliskeinoja ovat muun esimerkiksi konkurssivalvonta ja saatavan ilmoittaminen ulosotossa, yksityishenkilön velkajärjestelyssä ja yrityksen saneerauksessa.

Katkaisukeinojen valinta on kiinteässä yhteydessä itse vanhentumisen taustalla vaikuttaviin oikeuspoliittisiin perusteisiin. Jos katkaisemista koskevien sääntöjen tavoitteeksi asetetaan vain velkojan passiivisuuden estäminen ja se, ettei velalliselle synny käsitystä velasta vapautumisesta tai siitä, ettei velkavastuuta koskaan syntyntykään, on riittävää, että katkaisu voidaan suorittaa vapaaehtoisesti. Jos taas päämääränä on velkasuhteen sisällön selvittäminen jo vanhentumisen katkaisemisen yhteydessä, on katkaisutoimille asettava huomattavasti ankarampia vaatimuksia.²⁸⁶

Velan perusteen ja määrän selittäminen jo katkaisutoimen yhteydessä voitaisiin ajatella olevan etenkin velallisen edun mukaista. Velallinen saisi tällöin nykyistä varmemmin tietoonsa odotettavissa olevan suoritusvaatimuksen tarkan sisällön. Myös velkoja joutuisi selvittämään vaatimuksensa hyvissä ajoin, mikä saattaisi edistää todistusmateriaalin säilyttämistä ja helpottaa riidan selvittämistä ja velan perintää. Toisaalta lisävaatimusten asettaminen katkaisutoimien sisällölle tai muodolle voi aiheuttaa myös epäkohtia. Vanhentumisen uhka ja siihen liittyvä epävarmuus voisi haitata velkojen vapaaehtoista selvittämistä ja maksuohjelmasta sopimusta. Tiukat vaatimukset voivat johtaa tarpeettoman nopeaan perintään ja turhiin oikeudenkäynteihin. Tämä koskisi erityisesti sitä vaihtoehtoa, jossa velkoja voisi katkaista vanhentumisen ainoastaan viranomaistoimin. Kanteen nostamisen vaatimus voisi käytännössä johtaa huomattavan usein vähäisempien velkojen vanhentumiseen etenkin silloin, kun kyseessä on yksityishenkilö. Kanneoikeusvaatimus voisi johtaa myös tietämättömyydestä johtuviin oikeudenmenetyksiin.

²⁸⁶ HE 187/2002, s. 21.

Virallista katkaisukeinoa eli kanteen nostamista voidaan perustella vahingonkorvausvastuun yritysjohdolle aiheuttamalla epävarmuudella. Kun sijoittaja joutuu velan perusteen ja määrän selittäminen jo katkaisutoimen yhteydessä, yritysjohto saisi varmemmin tietoonsa odotettavissa olevan suoritusvaatimuksen tarkan sisällön. Toisaalta kanteen vireillepano kolmen vuoden sisällä vahingon ilmitulosta ei voine muodostua sijoittajalle ongelmalliseksi. Vahingonkorvausvastuuseen liittyvän epävarmuuden poistaminen on arvopaperimarkkinoiden yleisen edun mukaista. Yhtiön osakkeen arvoon kannemahdollisuuden muodossa aiheutuva epävarmuus on omiaan heikentämään osakkeen vaihdantaa, mikä heikentää arvopapereiden hinnan muodostusta.

5.3 Reklamaatiovelvollisuus

Reklamaatiossa on kysymys suoritushäiriöitä koskevasta ilmoituksesta. Reklamaatiolla tarkoitetaan velkojan velvollisuutta tiedottaa toisella osapuolelle sopimusrikkomuksesta säilyttääkseen mahdollisuutensa oikeuskeinojen käyttöön. Vahingonkorvaus voidaan esittää vielä reklamaatioajan kuluttua, kunhan mahdollisuus tähän on pidetty reklamaatiolla avoinna.²⁸⁷ Reklamaatiolla pyritään siihen, että sopimussuhteissa ilmenevät häiriöt havaittaisiin nopeasti ja merkityksellisistä suoritusvirheistä annettaisiin viivytyksettä tieto velalliselle. Reklamaatiosäännöstöllä suojataan virheellisen suorituksen tehneen luottamusta suoritustoimen asianmukaisuuteen.²⁸⁸ Reklamaatiosäännöstön yksi edullinen vaikutus on sen kyky estää jälkikäteisiä spekulatiivisia vaatimuksia.²⁸⁹

Pääsäännön mukaan reklamaatio on tehtävä kohtuullisessa ajassa sopimusrikkomuksen havaitsemisesta KSL 5:16:ssa kohtuullisen ajan vaatimusta on täydennetty säätämällä, että kuluttaja voi aina tehdä virheilmoituksen kahden kuukauden kuluessa virheen

²⁸⁷ Hemmo (2003), s. 165.

²⁸⁸ Hemmo (2003), s. 164

²⁸⁹ Hemmo (2003), s. 169

havaitsemisesta. Reklamaatioaika ei siten voi olla kuluttajakaupassa tätä lyhyempi. Reklamaation esittämisen kannalta olennainen kysymys on yleensä se, missä ajassa velkojan voidaan edellyttäneen havaita virheensä. Varsinaiseen reklamaatioilmoituksen tekemiseen ei sen jälkeen, kun velkoja on tullut virheestä tietoiseksi, tarvitse varata kuin lyhyt aika.²⁹⁰

Reklamaatio ei ole lähtökohtaisesti muotosidonnainen, ellei toisin ole säädetty tai sovittu. Muotovaatimuksen puuttumisesta huolimatta reklamaatiolla on katsottu voitavan asettaa sisällöllisiä vaatimuksia. Reklamaatiossa on ainakin suuntaa-antavasti täsmennettävä, millaisesta virheestä on kysymys. Sen sijaan hyvitysvaatimuksen sisältöä ei reklamaation esittämisen yhteydessä tarvitse täsmentää.²⁹¹

Reklamaatiovelvollisuudella voidaan ehkäistä yleisestä vanhentumisajasta mahdollisesti aiheutuvaa epävarmuutta ilman, että sijoittajien oikeussuoja vaarantuu. Sijoittaja voi nostaa vahingonkorvauskanteen reklamaatioajan kuluttua, kunhan vain on pitänyt mahdollisuuden tänä avoinna reklamaatiolla. Reklamaation avulla velallinen saa ainakin jossain määrin tietoa velan perusteista ja määrästä. Lisäksi reklamaation avulla voidaan estää sijoittajien spekulatiivisia vaatimuksia. Tosin käytännössä vahingonkorvausoppien oikea tulkinta estää spekulatiivisia vaatimusten menestymisen ilman reklamaatiovelvoitettakin. Reklamaatio ei kuitenkaan tehokkaasti poista vahingonkorvausvastuusta yritykselle ja erityisesti sen johdolle aiheutuvaa pitkäaikaista epävarmuutta. Todennäköistä onkin, että ainakin suurin osa sijoittajista esittäisi reklamaation varmuudenvuoksi säilyttääkseen mahdollisuuden vahingonkorvausvaatimuksen esittämiseen riippumatta siitä, onko heillä aikeita myöhemmin nostaa kanne. Reklamaatiovelvollisuuden ohella olisi tarpeen säätää myös vanhentumisen katkaisukeinoista.

²⁹⁰ Hemmo (2003), s. 167-168.

²⁹¹ Hemmo (2003), s. 170-171.

6 Emissionjärjestäjän vastuu arvopapereiden tarjoamisen ja liikkeeseenlaskun yhteydessä

Emissionjärjestäjän yksinomainen vastuu (ns. gatekeeper vastuu) kuuluu kansainvälisissä osakeanneissa vallitsevaan markkinakäytäntöön. Ennen kuin osakkeita tarjotaan yleisölle, ne myydään emissionjärjestäjille. Samassa yhteydessä tehdään ns. underwriting –sopimus, jonka keskeiseen sisältöön kuuluu se, että yhtiö sitoutuu korvaamaan kaikki emissionjärjestäjän maksettavaksi mahdollisesti tuomittavat vahingonkorvaukset, jotka perustuvat puutteisiin ja virheisiin esitetiedoissa.

Emissionjärjestäjän vastuu tulee suhteuttaa emissionjärjestäjän rooliin arvopaperimarkkinoilla. SipaL:n mukaan emissionjärjestäminen edellyttää sijoituspalveluyrityksen toimilupaa. SipaL:n 5 §:n 1 momentin 6 kohdan mukaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun tai myynnin järjestämistä ilman merkintä- tai ostositoumuksen antamista (*liikkeeseenlaskun järjestäminen*).²⁹² Vaikka esimerkiksi Rahoitustarkastuksen standardissa edellytetään laadullisten listautumisedellytysten kartoittamista²⁹³, käytännössä emissionjärjestäjä toimii liikkeeseenlaskijan suuntaan tämän apulaisena.²⁹⁴ Käytännössä emissionjärjestäjä ei voi varmistaa kaikkea

²⁹² HE 43/2007 mukaan emissionjärjestämisellä tarkoitetaan asiakassuhteen luomista rahoituksen tarvitsijan ja sijoittajan välillä huolehtimalla sijoituskohteen liikkeeseenlaskusta, välittämällä merkintäsitoumuksia sekä välittämällä liikkeeseen laskettuja sijoituskohteita edelleen.

²⁹³ Rahoitustarkastuksen standardin 5.2 a (kohta 9.3) mukaan emissionjärjestäjä vastaa siitä, että ennen yhtiön listautumista yhtiössä tehdään selvitystyö, jonka tarkoituksena on varmistaa, että esitteessä annetaan listautuvasta yhtiöstä oikeat ja riittävät tiedot. Rahoitustarkastus katsoo, että selvitystyön tulee kohdistua myös yhtiötoiminnallisiin ja rakenteellisiin edellytyksiin toimia listayhtiönä eli niin sanottujen laadullisten listautumisedellytysten kartoittamiseen. Vastaavasti selvitystyö tulisi tehdä merkittävässä yritysjärjestelyissä. laadullisia listautumisedellytyksiä ovat mm. yhtiön tuottamien taloudellisten raporttien ajantasaisuus, luotettavuus ja laatu, raporttien asianmukainen seuranta, ennusteiden realismi ja luotettavuus sekä tiedonantovelvollisuuden huomioon ottaminen johdon työskentelytavassa ja resursoinnissa sekä sisäisessä ohjeistuksessa. Standardit mukaan emissionjärjestäjällä tulisi olla järjestelmälliset menettelytavat selvitystyön tekemiseen. Rahoitustarkastus pitää tärkeänä, että emissionjärjestäjän sisäinen valvonta, ohjeistus ja dokumentointi on selvitystyön osalta asianmukaisesti järjestetty. Lisäksi emissionjärjestäjän tulisi laatia tehdyistä selvityksistä lyhyt yhteenveto, jolloin jälkikäteen on kootusti saatavilla tietoa suoritetusta selvitystyöstä ja tehdyistä havainnoista.

²⁹⁴ Ks. myös Hiden (2002), s. 19

liikkeeseenlaskijalta saamaansa informaatiota. Tällöin ensisijainen vastuu tulisi olla listautumista hakevalla yhtiöllä.

Erityisesti yhdysvaltalaisessa oikeuskirjallisuudessa on käyty keskustelua emissionjärjestäjän roolista suhteessa sijoittajaan. Toisaalta emissionjärjestäjä on nähty eräänlaisena ”edunvalvojana” suhteessa sijoittajiin ja siksi emissionjärjestäjälle on ehdotettu muun muassa riippumattomuusvaatimuksia suhteessa liikkeeseenlaskijaan. Emissionjärjestäjän yksinomainen vastuu korostaisi emissionjärjestäjän roolia ”portinvartijana”. Periaatteessa sen pitäisi johtaa siihen, että markkinoille valikoituisi vain tosiasiaissa listautumiskelpoisia yrityksiä. Vastuun välttämiseksi emissionjärjestäjä joutuisi erityisesti varmistumaan, että liikkeeseenlaskija täyttää lainsäädännössä sille asetetut vaatimukset. Arvopaperimarkkinoiden kannalta emissionjärjestäjän käyttäminen portinvartijana olisi toivottavaa, koska emissionjärjestäjällä on liikkeeseenlaskijaa pienempi kannustin toimia arvopaperimarkkinoiden säännösten vastaisesti.²⁹⁵ On katsottu, että emissionjärjestäjän maine ei ole pelkästään riippuvainen siitä, kuinka emission onnistuu liikkeeseenlaskijoiden näkökulmasta vaan sen onnistumisesta myös sijoittajien näkökulmasta²⁹⁶. Teoriassa rationaalisesti toimiva emissionjärjestäjä ei uhraa mainettaan yhden asiakkaan tai merkittävän palkkion vuoksi, vaikka palkkion yleensä katsotaankin vähentävän emission järjestäjän riippumattomuutta. Emissionjärjestäjän käyttäminen on myös liikkeeseenlaskijan etujen mukaista, koska emissionjärjestäjän käyttäminen edistää luottamusta liikkeeseenlaskua kohtaan.²⁹⁷

Toisaalta emissionjärjestäjän yksinomaisessa vastuussa selvitystyöhön uhrattavien resurssien määrä kasvaisi huomattavasti, jotta emissionjärjestäjän voisi eliminoida esitteeseen mahdollisesti liittyvät epävarmuustekijät. Se puolestaan lisäisi listautumisesta aiheutuvia listautumiskustannuksia, mikä puolestaan vähentäisi

²⁹⁵ Coffee (2003) s. 13.

²⁹⁶ Ks. syistä, jotka käytännössä johtavat gatekeeping maineen uhraamiseen. Coffee (2003), s. 13.

²⁹⁷ Coffee (2003) s. 13.

sijoittajien sijoituskohteiden määrää, kun osa listautumista jäisi niiden korkeamman kustannusten vuoksi tekemättä.

Käytännössä emissionjärjestäjän yksinomaisesta vastuusta saattaisi seurata ns. käänteisen valikoitumisen ongelma. Emissionjärjestäjän yksinomaisessa vastuussa emissionjärjestäjä vastaisi liikkeeseenlaskijan vahingoista, jotka aiheutuvat liikkeeseenlaskijan harhaanjohtavasta tai puutteellisesta informaatiosta. Tällöin emissionjärjestäjä kantaisi riskin liikkeeseenlaskijan vastuulle kuuluvista seikoista ja olisi pakotettu nostamaan palkkionsa liikkeeseenlaskijan toimintaan sisältyvää riskiä vastaavasti. Täydellisillä markkinoilla emissionjärjestäjä pystyisi hinnoittelemaan palvelunsa kunkin liikkeeseenlaskijan riskiä vastaavaksi. Tosiasiassa epäsymmetrisen informaatio vuoksi emissionjärjestäjä ei kuitenkaan pysty asettamaan palkkiotaan täysin liikkeeseenlaskijan riskiä vastaavaksi, vaan joutuisi lisäämään palveluihinsa yleisen riskilisän. Tässä tapauksessa emissionjärjestäjän yksinomainen vastuu johtaisi ns. käänteisen valikoitumisen ongelmaan, jonka liikkeeseenlaskujen taso laskisi. Äärimmäisyyksiin vietyinä riskilisiä mahdollistaisi epäluotettavien liikkeeseenlaskijoiden toimia markkinoilla, samalla kun se ajaisi luotettavat liikkeeseenlaskijat pois markkinoilta.²⁹⁸ Kun yhden liikkeeseenlaskijan virheet voisivat johtaa emissionjärjestäjän konkurssiin, osa emissionjärjestäjistä todennäköisesti lopettaisi toimintansa. Markkinoille tulisi pieniä riskiä preferoivia ”fly-by-night” yrityksiä, jotka käytännössä veloittaisivat suuria palkkioita, mutta välttäisivät vastuunsa erilaisin yritysjärjestelyin.

Emissionjärjestäjän vastuun on pelätty johtavan myös siihen, että emissionjärjestäjä ei pysty palvelemaan asiakastaan, koska emissionjärjestäjän yksinomaisessa vastuussa liikkeeseenlaskijalla saattaa olla kannustin paljastamatta luottamuksellista informaatiota emissionjärjestäjälle, koska vastuunsa välttämiseksi emissionjärjestäjä pakottaisi kertomaan sen markkinoille.²⁹⁹

²⁹⁸ Coffee (2003), s. 65. Ks. myös Akerlof (1970)

²⁹⁹ Coffee (2003), s. 74

Tosiasiassa emissionjärjestäjä rinnastuu tilintarkastajaan, koska molempien tehtävä on ainakin jossain määrin varmentaa yhtiön antaman informaation paikkansapitävyys. Tällöin olisi luontevaa, että emissionjärjestäjän vastuu suhteutettaisiin tilintarkastajan vastuuseen. Oikeuskäytännössä ja –kirjallisuudessa tilintarkastajan vastuuta pidetään toissijaisena ”varsinaisen” vahingonaiheuttajan vastuuseen nähden erityisesti silloin, kun yritysjohto on varsinaisesti tehnyt vahingon aikaansaaneen teon tai laiminlyönnin, kun taas tilintarkastaja on laiminlyönyt vain valvontavastuunsa.³⁰⁰ Kun tilintarkastajan vastuuta pidetään toissijaisena ”varsinaisen” vahingonaiheuttajan vastuuseen, luontevaa olisi, että vastuu esitteestä olisi ensisijaisesti liikkeeseenlaskijalla.

³⁰⁰ Hiden (2001), s. 139. Savela (1999). s. 206. Ks. myös Kaisanlahti & Timonen (2007), s. 132.

7 Johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tavoitteena oli tarkastella liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ja siihen liittyvää vastuuta. Erityisenä tavoitteena oli vastata esitevastuuseen liittyviin seuraaviin neljään keskeiseen kysymykseen: 1) Olisiko ankaran vastuun taloudelliset kannustin- ja muut vaikutukset paremmat kuin ehdotetulla käännetyllä todistustaakalla?; 2) Olisiko mekanistinen laskentasäntö korvauksen määrittämiseksi perusteltu taloustieteellisestä näkökulmasta?; 3) Olisiko emissionjärjestäjälle syytä asettaa ehdotettua ankarampi "gatekeeper"-vastuu?; 4) Onko ruotsalainen vanhentumissäännös (2 vuotta) ehdotettua perustellumpi? Tämä tutkimus ei kuitenkaan tarkastele kysymyksiä pelkästään esitevastuun näkökohdista, vaan kysymyksiä tarkasteltiin myös laajemmin liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuuden liittyvän vastuun näkökulmasta.

Vahingonkorvausnormit sääntelevät riskin ja vastuun jakautumista vahingonaiheuttajan ja vahingonkärsijän kesken. Taloustieteissä lähtökohdaksi otetaan usein, että vahingonkorvauslainsäädännön tehtävänä on kannustaa huolellisuuteen eli yksinkertaisten minimoida vahinkokustannusten ja vahingon torjumisesta aiheutuvien kustannusten summa. Lähtökohtana on se, että vahingonkorvausoikeudessa ei yleensä ole järkevää tavoitella vahinkojen minimointia vaan niiden optimointia yhteiskunnallisesti kannattavalle tasolle. Tällöin vahingonkorvausoikeudessa ei voida lähteä siitä, että toimija joutuisi vahingonkorvausvelvolliseksi kaikista mahdollisista vahingoista. Liian tiukasta vahingonkorvausvastuusta seuraisi huolellisuuden lisääntymisen ohella myös toiminnan väheneminen, mikä johtaisi yhteiskunnan voimavarojen kannalta liian varovaiseen toimintaan. Toisaalta vahingonkorvauslainsäädännössä on kyse usein oikeudenkäyntiprosessin sääntelystä. Tällöin tarkastelun kohteeksi tulevat sellaiset kysymykset, kenellä on todistustaakka, missä ajassa vahingonkorvauskanne on nostettava. Taloustieteellisessä mielessä oikeudenkäyntiprosessin sääntelyssä kyse on oikeudenkäyntikustannusten eli prosessikustannusten ja virhekustannuksen minimoimisesta.

Ankaran vastuun tarkoituksenmukaisuus riippuu siitä, mitkä ovat osapuolten mahdollisuudet vaikuttaa vahinkojen ehkäisyyn. Ankara vastuu johtaa tehokkaaseen lopputulokseen silloin, kun vahingonaiheuttajalla on yksipuolinen mahdollisuus vahinkojen ehkäisyyn. Käytännössä sijoittajien mahdollisuudet vahinkojen välttämiseen ovat vähäiset. Sijoittajien on lähes mahdotonta varmistaa jokaisen esitteeseen sisältyvän yksittäisen tiedon paikkansapitävyys. Kuitenkin jonkinasteinen selonottovelvollisuus sijoittajalla on syytä olla, koska sijoittamiseen sisältyy oleellisena osana riski ja sen kantaminen. Tätä riskiä ei ole järkevää asettaa liikkeeseenlaskijan kannettavaksi ankaralla vastuulla. Lähtökohtana on oltava, että sijoittaja tutustuu esitteen sisältöön ja tekee päätöksensä esitteen perusteella. Tällöin tuottamusvastuu luo paremman kannustimen vahinkojen välttämiseksi kuin ankara vastuu.

Eksaktin tiedon osalta ankan ja tuottamusvastuun välillä ei ole merkittäväkään eroa. Sen sijaan jos liikkeeseenlaskija olisi ankarassa vastuussa myös näkemyksellisistä tiedoista, liikkeeseenlaskijat kannustin esittää näkemyksellisiä tietoja pienemsi. Koska AML:n mukaisen tiedonantovelvollisuuden perimmäisenä tarkoituksena on kuitenkin lisätä markkinoilla olevaa informaatiota, ei ankara vastuu listayhtiön tiedonantovelvollisuuden yhteydessä olisi sopusoinnussa AML:n tavoitteiden kanssa.

Business judgement rule periaatteen kaltainen vastuunrajoituskeino listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvässä vastuussa on perusteltua, koska se pyrkii arvioimaan ainoastaan näkemyksen, joiden kautta yritysjohto päätyi valittuun ratkaisuun. Listayhtiön vastuun tulee perustua siihen, onko näkemyksellisen tiedon muodostuminen ollut asianmukaista informaation julkistamishetkellä. Jos liikkeeseenlaskija asetettaisiin vastuuseen näkemyksellisen tiedon toteuttamatta jäämisestä, se vaikuttaisi negatiivisesti listayhtiöiden kannustimeen julkistaa vapaaehtoisesti informaatiota yrityksestä. Lisäksi liian tiukka vastuu johtaa siihen, ettei pörssiyritysten eikä listautumassa olevien yhtiöiden hallitukseen hakeudu päteviä henkilöitä.

Todistusaineiston hankkimiskustannukset puoltaisivat käänteistä todistustaakkaa vahingonkäräjien todistustaakan asemesta. Käytännössä sijoittajan ei ole mahdollista esittää näyttöä yhtiön sisäisistä tapahtumista. Sen sijaan liikkeeseenlaskijan on mahdollista suhteellisin pienin kustannuksin varautua näytön esittämiseen. Jos todistusaineiston hankkimiskustannukset estävät kanteen nostamiseen, samalla virhekustannukset kasvavat, koska sijoittajan ei ole mahdollista saada korvausta, vaikka olisi siihen oikeutettu. Jos vahingonkorvauskanteella ei ole mahdollisuuksia menestyä todistusaineiston hankkimiskustannusten vuoksi, vaarantuu myös AML:n markkinointisäännösten aineellinen toimivuus.

Suomen vahingonkorvausoikeudessa vahingon korvaamisen lähtökohtana on ns. täyden korvauksen periaate, jonka mukaan aiheutettu vahinko on korvattava kokonaisuudessaan. Maksettavaksi tuomittavaa korvausta kaventaa ennakoitavuusperiaate ja syy-yhteydedellytys. Korvausvelvollisuuden syntymisen edellytyksenä on, että väitetty vahinko on syy-yhteydessä esitettyjen korvausperusteiden kanssa. Vastuuta ei synny sellaisesta vahingosta, jonka aiheutuminen on ollut vahingonaiheuttajasta riippumaton. Myös ennalta-arvaamattomat vahingot jäävät korvausvastuun ulkopuolelle. Arvopaperimarkkinoilla syy-yhteyden arviointiin liittyy ongelmia. Syy-yhteyden arvioinnin kannalta ongelmallisia ovat tilanteet, joissa vahingolla on useita mahdollisia aiheuttajia tai joissa vahinko johtui vahingonkäräjien myötävaikutuksesta tai ulkopuolisesta seikasta. Syy-yhteyden osoittaminen edellyttäisi, että sijoittaja voi todistaa, että hän on luottanut harhaanjohtaviin tai puutteellisiin tietoihin ja tehnyt oikeustoimen näiden tietojen perusteella. Tämän osoittaminen on usein vaikeaa. Vahingonkorvausoikeuden aineellisten tavoitteiden toteutuminen edellyttäisi siis näyttötaakan alentamista.

Arvopaperimarkkinoilla syy-yhteyden arviointi voidaan toteuttaa myös jakamalla syy-yhteys moitittavan toiminnan ja sijoituspäätöksen väliseksi syy-yhteydeksi (transaction causation) ja moitittavan toiminnan ja vahingon väliseksi syy-yhteydeksi (loss causation) jaottelulla. Toiminnan ja sijoituspäätöksen välistä syy-yhteyden todistustaakkaa on yleensä lievennetty niin sanotulla markkinavilppiteorialla (fraud on

market theory). Markkinavilppiteoriaa on katsottu mahdolliseksi soveltaa myös Suomessa. Markkinavilppiteorian perusteella luottamusta annettuihin tietoihin ei tarvitse näyttää toteen, vaan todistustaakka on korvattu oletuksella, jonka mukaan sijoittajat luottavat markkinoiden oikeaan hinnanmuodostukseen.

Käytännössä sijoittajalle tulee asettaa edes jonkinasteinen näyttötaakka siitä, että sijoituspäätös perustuu annettuihin virheellisiin tietoihin. Muussa tapauksessa avataan mahdollisuus spekulatiivisille jälkiarvioinneille. Tämä koskee erityisesti jälkimarkkinoilta hankittuja arvopapereita riippumatta siitä, sisältyykö virheellinen informaatio esitteeseen, säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen tai jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Ilman näyttötaakkaa jokaisella sijoittajilla olisi mahdollisuus vahingonkorvaukseen, vaikka tosiasiallista syy-yhteyttä toiminnan ja sijoituspäätöksen välillä ei olisi.

Vahingon määrittämisessä AML:n mukaisessa vahingonkorvauksessa lähtökohtana voitaneen pitää markkinahintaa. Vasta markkinahinnan puuttuessa tai jos katsotaan, että markkinahinta ei ole luotettavasti muodostunut, vertailu tulisi kohdistaa muihin tekijöihin, kuten teoreettisiin substanssi- ja tuotto-arvoihin. Vahingon määrittämiseen liittyy kysymys, mikä on korvauksen määrittämisen oikea ajankohta. Vahingonkorvausoikeus ei sisällä yleisiä säännöksiä määrittämisen ajankohdasta, vaan ajankohdan valinta on tehtävä tapaus kerrallaan. Käytännöllisistä syistä ajankohta, jota vahingon määrän laskemisessa on käytettävä, on hetki, jolloin esitteen virhe tulee julkisuuteen.

Vahingon määrittäminen on ongelmallista, kun esimerkiksi annettuun informaatioon sisältynyt virhe ei julkitulon jälkeen vaikuta välittömästi osakkeen arvoon, virheellinen tieto ei tule kaikkien tietoon samanaikaisesti tai osakkeelle käydään kauppaa harvoin ja osakkeen likviditeetti on siten huono. Viime kädessä vahingon määrittäminen luotettavasti onnistuu vain tilastollisten menetelmien avulla. Tässä yhteydessä tulisi harkita erityisen asiantuntijaryhmän perustamista.

Liian lyhyt kanneaika ja esitteen julkistamisajankohtaan sidottu vanhentumisen alkamisajankohta, saattavat estää sijoittajien mahdollisuuden saada korvauksia. Sijoittajien oikeussuojan vaarantumisella olisi haitallisia seuraamuksia koko arvopaperimarkkinoille. Yleisestä kanneajasta poikkeavalla kannejalle ei ole siis perusteita. Toisaalta jos liian tiukka vastuu johtaa siihen, ettei pörssiyritysten eikä listautumassa olevien yhtiöiden hallitukseen hakeudu päteviä henkilöitä, vastuuta tulisi ensisijaisesti lieventää muilla keinoilla Liian pitkäaikaisesta ja epämääräisestä vastuusta yritysjohdolle johtuvaa mahdollistaa epävarmuutta voidaan lieventää puolestaan vanhentumisen katkaisemista ja reklamaatiota koskevilla säännöksillä.

Virallista katkaisukeinoa eli kanteen nostamista voidaan perustella vastuun yritysjohdolle aiheuttamalla epävarmuudella. Kun sijoittaja joutuu velan perusteen ja määrän selittämiseen jo katkaisutoimen yhteydessä, yritysjohto saisi varmemmin tietoonsa odotettavissa olevan suoritusvaatimuksen tarkan sisällön. Toisaalta kanteen vireillepano kolmen vuoden sisällä vahingon ilmitulosta ei voine muodostua sijoittajalle ongelmalliseksi. Vahingonkorvausvastuuseen liittyvän epävarmuuden poistaminen on arvopaperimarkkinoiden yleisen edun mukaista.

Reklamaatiovelvollisuudella voidaan ehkäistä yleisestä vanhentumisajasta mahdollisesti aiheutuvaa epävarmuutta ilman, että sijoittajien oikeussuoja vaarantuu. Reklamaatio ei kuitenkaan poista vahingonkorvausvastuusta yritykselle ja erityisesti sen johdolle aiheutuvaa pitkäaikaista epävarmuutta. Tässä mielessä kanteen nostamisvelvollisuus olisi parempi vaihtoehto.

Emissionjärjestäjän yksinomainen vastuu korostaisi emissionjärjestäjän roolia ”portinvartijana”. Periaatteessa sen pitäisi johtaa siihen, että markkinoille valikoituisi vain tosiasiallisesti listautumiskelpoisia yrityksiä. Käytännössä emissionjärjestäjä ei voi varmistaa kaikkea liikkeeseenlaskijalta saamaansa informaatiota. Tällöin ensisijainen vastuu tulisi olla listautumista hakevalla yhtiöllä. Emissionjärjestäjän yksinomaisessa vastuussa selvitystyöhön uhrattavien resurssien määrä kasvaisi huomattavasti, jotta emissionjärjestäjän voisi eliminoida esitteeseen mahdollisesti liittyvät

epävarmuustekijät. Se puolestaan lisäisi listautumisesta aiheutuvia listautumiskustannuksia, mikä puolestaan vähentäisi sijoittajien sijoituskohteiden määrää, kun osa listautumista jäisi niiden korkeamman kustannusten vuoksi tekemättä.

Käytännössä emissionjärjestäjän yksinomaisesta vastuusta saattaisi seurata ns. käänteisen valikoitumisen ongelma, jolloin äärimmäisessä tapauksessa arvopaperimarkkinoilla kannattaisi hakeutua vain sellaisia yrityksiä, jotka eivät täytä listautumisvaatimuksia. Emissionjärjestäjän vastuu vaikuttaisi siis negatiivisesti listautumisiin.

Lähteet

Kirjallisuus

Arvopaperipörssin säännöt. (1.11.2007 voimaan tulleet säännöt).

Airaksinen, Manne & Jauhiainen Jyrki (2000): Suomen yhtiöoikeus. WSOY lakitieto. Vantaa.

Akerlof, George (1970): The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, s. 488–500.

Bae, Sung C. & Jo, Hoje (1999): The impact of Information Release on Stock Price Volatility and Trading Volume: The Rights Offering Case. *Review of Quantative Finance and Accounting*, vol. 13, s. 153-169.

Bartov, E. 1992. Patterns in unexpected earnings as an explanation for post-announcement drift, *The Accounting Review* 67, 610-622.

Calabresi, Guido (1970): *The Cost of Accidents: A Legal and Economic Analysis*. Yale University Press. New Haven.

Calabresi, Guido (1975): Concerning Cause and the Law of Torts: An Essay for Harry Kalven. *University of Chicago Law Review*, vol. 43, s. 69–100.

Coffee, John C. (2003): *Gatekeeper Failure and Reform: The Ghallenge of Fashioning Relevant Reforms*. www.ssrn.com

De Bondt, Werner F. M. & Thaler, Richard (1985): Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance* vol. 40, s. 793-805.

Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R.(1991): The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press. Cambridge.

Frankel, Tamar (1998): Fiduciary Duties. Teoksessa: Newman, Peter (1998) (eds.): The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, vol. I, s. 127–132. Macmillan Reference Limited. London.

Halila, Jouko (1955): Todistustaakan jaosta silmälläpitäen erityisesti varallisuus oikeudellisia oikeussuhteita. Werner Söderström osakeyhtiö. Porvoo.

Harrison, Jeffrey L. (1995): Law and Economics. St. Paul, Minn.

Hay, Bruce L. (1997): Allocating Burden of Proof. Indiana Law Journal, vol. 72, s. 651–671.

Heimonen, Matti & Määttä, Kalle (1997): Johdatus oikeustaloustieteeseen. Luentomoniste. www.joensuu.fi/taloustieteet/ott/index.htm (06.06.2003)

Hemmo, Mika (1994): Vahingonkorvauksen määräytymisestä sopimussuhteissa. Siviilioikeudellinen tutkimus. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 200. Vammala.

Hemmo, Mika (1997): Sopimusoikeus, osa 1. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Hemmo, Mika (1998): Sopimus ja delikti: tutkimus vahingonkorvausoikeuden vastuunmuodoista Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Hemmo, Mika (2001): Vahinkojen korvaaminen. Teoksessa: Saarnilehto, Ari & Hemmo, Mika & Kartio, Leena (2001): Varallisuus oikeus. WSOY Lakitieto. Helsinki.

Hemmo, Mika (2002): Vahingonkorvausoikeuden oppikirja. WSOY lakitieto Helsinki.

Hemmo, Mika (2003a): Sopimusoikeus I. (Toinen painos). Talentum Media Oy. Jyväskylä.

Hemmo, Mika (2003b): Sopimusoikeus II. (Toinen painos). Talentum Media Oy. Jyväskylä.

Hidén, Paulus (2002): Listautuminen ja vahingonkorvausvastuu. Kauppakaari. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Hoppu, Kari (2004): Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. WSOY. Vantaa.

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

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

Kaisanlahti, Timo & Timonen, Pekka (2007): Tilintarkastajan vahingonkorvausvastuu – kehitystarpeet de lege ferenda. KTM Julkaisuja 39/2006.

Kahneman, D & Tversky, A (1982): Intuitive prediction: Biases and corrective procedures. In Kahneman, D & Slovic & Tversky, A: Judgment under uncertainty: Heuristic and Biases. London Cambridge University Press.

Kallunki, Juha-Pekka & Niemelä, Jaakko (2004): Uusi yrityksen arvonmäärittäminen. Talentum. Helsinki.

Karjalainen, Jarkko & Parkkonen, Jarmo (2003): Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki.

Karjalainen, Jarkko & Laurila, Olli & Parkkonen, Jarmo (2005): Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki.

Klami, Hannu Tapani (1992): Todistusharkinnasta riita-asioissa. Defensor Legis 1992, s. 573–586.

Klami, Hannu Tapani & Sorvettula, Johanna & Hatakka, Minna (1990): Tarvitaanko todistustaakkaa? Defensor Legis 1990, s. 1–21.

Koski, Pauli & af Schultén, Gerhard (1991): Osakeyhtiölaki selityksin. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Laurila, Jari (2001): Kontrolli, riski ja informaatio. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Milgrom, Paul & Roberts, John (1992): Economics, Organization and Management. Prentice Hall. New Jersey.

Mähönen, Jukka (2001): Tulo- ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Edita. Helsinki.

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo (2006): Osakeyhtiö III. Corporate Governance. WSOYPro. Helsinki.

Mäntysaari, Petri (1999): Verokonsultin vastuusta. Defensor Legis 2000/2.

Mäntysaari, Petri (2001): Arvopaperivälittäjästä sijoitusneuvoja. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Nuutila, Ari-Matti (1997): Rikoslain yleinen osa. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki

Parkkonen, Jarmo (2007): Taloudellisen raportoinnin säännökset. WSOYPro. Helsinki.

Polinsky, Mitchell A. (1989): *An Introduction to Law and Economics* (2nd ed). Little, Brown and Company.

Portin, Göran (1987): *Tidpunkten för beräkandet av skadestsåndets belopp. Juhlajulkaisu Matti Ylöstalo 1917 – 4/2 – 1987. Suomalainen lakimiesyhdistys. Helsinki, s. 309–315.*

Richard A. Posner (1973), excerpts from ‘*An Economic Approach to Legal Procedure and Judicial Administration*.’

Posner, Richard A. (2003): *Economic Analysis of Law* (6 th ed). Aspen Publishers. New York.

Routamo, Eero & Ståhlberg, Pauli (1995): *Suomen Vahingonkorvausoikeus. (Kolmas painos). Kauppakaari. Helsinki.*

Routamo, Eero & Ståhlberg, Pauli (2000): *Suomen Vahingonkorvausoikeus. (Neljäs painos). Kauppakaari. Helsinki.*

Routamo, Eero & Ståhlberg, Pauli & Karhu, Juha (2006): *Suomen vahingonkorvausoikeus. Talentum. Helsinki.*

Rudanko, Matti (1998): *Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.*

Saarnilehto, Ari (1996): *Vahingonkorvauslaki oikeuskäytännön valossa. Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja. Yksityisoikeuden julkaisusarja A:88.*

Salonen, Aki (2000): Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Werner Söderström Lakitieto Oy. Vantaa.

Savela, Ari (1999): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki

Savela, Ari (2001): Arvio osakeyhtiölain vahingonkorvaussäätelyn kehittämistarpeesta ja mahdollisuuksista. www.om.fi/19380.htm (19.9.2003).

Savela, Ari (2006): Vahingonkorvaus osakeyhtiössä. Jyväskylä.

Saxén, Hans (1975): Skadeståndsrätt. Åbo Akademi.

Shavell, Steven (1998): Causation and Tort Liability. Newman, Peter (1998) (eds.): The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, vol. I. Macmillan Reference Limited. London.

Shavell, Steven (2003): Economics of Accident Law. NBER Working Paper No: 9694.

Taxel, Lars E. (1963): Ansvar och ansvarfördelning i aktiebolag. Åbo Akademi. Turku.

Timonen, Pekka (1997): Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki.

Virallisjulkaisut

Avoimuusdirektiivi - työryhmän mietintö (2006): Avoimuusdirektiivin täytäntöönpano. Valtiovarainministeriön työryhmänmuistioita 6/2006.

Esitevastuutyöryhmän mietintö (2005). Valtiovarainministeriön työryhmänmuistioita 10/2005.

HE 187/1973 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle vahingonkorvauslaiksi.

HE 157/1989 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

HE 56/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoituspalveluyrityksistä annetun lain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 187/2002 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle velan vanhentumista ja julkista haastetta koskevan lainsäädännön uudistamisesta.

HE 137/2004 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 38/2005 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

HE 174/2006 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta.

HE 43/2007 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Osakeyhtiölakityöryhmän mietintö (2003): Oikeusministeriön työryhmämietintöjä 2003:4.

Rahoitustarkastuksen standardit

Standardi 5.2a: Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto.

Standardi 5.2b: Liikkeeseenlaskijan ja osakkeenomistajan tiedonantovelvollisuus.

Oikeustapaukset

KKO 1985 II 132

KKO1985 II 170

KKO 1989:7

KKO 1990:26

KKO 1991:79

KKO 1992:44

KKO 1993:80

KKO 1995:53

KKO 1997:163

KKO 1997:179

KKO 1997:199

KKO 1998:149

KKO 1999:11

KKO 1999:48

Arvopaperilautakunnan ratkaisut

APL 2040/2002

APL 61/2004

APL 12/2005

APL 167/2007