

VAHINGON-
KORVAUS
ARVOPAPERI-
MARKKINOILLA
LIIKKEESEENLASKIJAN
TIEDONANTOVIRHE

Olli Norros – Timo Kaisanlahti

© Copyright 2021 Alma Talent Oy sekä Olli Norros ja
Timo Kaisanlahti

Yhteistyössä Lakimiesliiton Kustannus

ISBN 978-952-14-4431-9

ISBN 978-952-14-4432-6 (verkkokirja)

ISBN 978-952-14-4433-3 (ekirja)

Kansi: Outi Pallari

Taitto: NotePad Ay

BALTO print, Liettua 2021

Anna palautetta kirjasta: kustannustoimitus@almatalent.fi

Esipuhe

Tämä teoksen taustana on kirjoittajien pitkäaikainen ystävyys ja ammatillinen yhteistyö eri yhteyksissä. Toisella kirjoittajista, Timo Kaisanlahdella, oli ajatus siitä, että Olli Norroksen vuonna 2009 julkaistu tutkimus ”Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla” tulisi päivittää ajan tasalle ja julkaista uudistettuna painoksena. Tutkimuksen alaa tulisi kuitenkin samassa yhteydessä rajata koskemaan vain arvopaperin liikkeeseenlaskijan ja sen puolesta toimivien tahojen tiedonantovirheitä ensi- ja jälkimarkkinoilla sekä niihin perustuvaa vahingonkorvausvastuuta. Tämä teema oli selvästi laajimman ja syvällisimmän tarkastelun kohteena jo alkuperäisteoksessa, mutta siinä käsiteltiin varsin kattavasti myös muun muassa sijoituspalveluihin, sijoitusrahastoihin, julkisiin ostotarjouksiin, sisäpiirintiedon käyttöön ja kurssimanipulaatioon liittyviä vahingonkorvauskysymyksiä. Niin kuin jaksossa I.2 tarkemmin perustellaan, laajempi rajaus puolusti paikkaansa vuonna 2009, mutta nyt oli tutkimuksellisesti hedelmällisintä pureutua vain ensi- ja jälkimarkkinoiden tiedonantovirheisiin – aiheeseen, joka on arvopaperimarkkinoilla esiintyvistä vahinkotilanteista ehkä kaikkein perustavanlaatuisin ja samalla juridisesti kaikkein monimutkaisin.

Alkuperäinen ajatuksemme oli, että teos tulisi jäljelle jääviltä osiltaan lähinnä päivittää ajan tasalle uusi lähdeaineisto – mukaan lukien uusi arvopaperimarkkinalaki – huomioon ottaen. Aihe ja siihen liittyvä vilkas kansainvälinen keskustelu kuitenkin tempaisivat mukaansa, ja sen seurauksena tutkimusta päädyttiin lopulta syventämään hyvinkin perustavanlaatuisella tavalla. Teoksen aiempi rakenne ei olisi mitenkään pystynyt sulauttamaan sisäänsä kaikkea uutta

aineistoa ja tarkastelua, mistä syystä myös rakenne on suurelta osin uudistettu suhteessa ensimmäiseen painokseen. Itse asiassa voisikin olla osuvampaa puhua kokonaan uudesta kirjasta eikä vain aiemman kirjan uudistetusta painoksesta.

Työnjako kirjoittajien välillä on jakaantunut niin, että uuden aineiston hankkiminen ja läpikäynti sekä siihen perustuva ensi vaiheen analyysi ja kirjoittaminen ovat olleet suurimmaksi osaksi Timo Kaisanlahden vastuulla. Olli Norroksen työ on painottunut enemmän uuden tekstin kriittiseen läpikäyntiin ja muokkaamiseen sekä teoksen rakenteen uudistamiseen. Kaikki tulkintakannanotot ja päätelmät ovat syntyneet kirjoittajien yhteisen pohdinnan tuloksena ja vastaavat siis kummankin kirjoittajan käsitystä.

Kiitämme johtavaa asiantuntijaa Ville Kajalaa arvokkaista kommenteista käsikirjoituksen tietyistä osista. Lisäksi kiitämme kustannustoimittajia Carol Levin ja Anttoni Pihlajamäki avusta tekstin kielellisessä ja teknisessä viimeistelyssä.

Olli Norros on saanut Suomen tietokirjailijat ry:ltä omaa työtään tukemaan apurahan, josta hän esittää lämpimän kiitoksen.

Porthaniassa huhtikuussa 2021

Olli Norros *Timo Kaisanlahti*

Sisällys pääpiirteittäin

Esipuhe	V
Lyhenteitä	XV
I Johdanto	1
II Korvausvastuun normipohja	15
III Reaalisia argumentteja vahingonkorvausnormiston taustalla	67
IV Tiedonantovelvollisuudet arvopaperimarkkinoilla	101
V Korvausvastuun perusteet	143
VI Syy-yhteyssarviointin perusteet	229
VII Vahingon laskeminen: yleiset periaatteet	351
VIII Vahingon laskeminen: täydentäviä kysymyksiä	407
IX Lopuksi	445
Lähdeluettelo	455
Oikeustapaushakemisto	505
Asiahakemisto	511

Sisällys

ESIPUHE	V
LYHENTEITÄ	XV
I JOHDANTO	1
I.1 Tutkimuksen tausta	1
I.2 Tutkimuksen kohde	4
I.3 Tutkimuksen näkökulma	7
I.4 Tutkimuksen lähdeaineistosta	9
I.5 Tutkimuksen eteneminen ja rakenne	12
II KORVAUSVASTUUN NORMIPOHJA	15
II.1 Johdanto	15
II.2 Arvopaperimarkkinalain vastuusäännökset	16
II.2.1 Säännösten ydinsisältö	16
II.2.2 Tuottamusta koskeva todistustaakka	22
II.2.3 Vastuumuotoerottelun merkitys	27
II.2.4 Pakottavaa vai tahdonvaltaista oikeutta?	31
II.3 Vastuun kohdentuminen ja yhtiöjohdon henkilökohtainen vastuu	34
II.3.1 Yleisesti vastuun kohdentumisesta	34
II.3.2 Yhtiöjohdon vastuu osakeyhtiölain 22 luvun 1 §:n perusteella	39
II.3.3 Yhtiöjohdon vastuu arvopaperimarkkinalain perusteella	43
II.3.4 Yhtiöjohdon vastuu vahingonkorvauslain perusteella	48

II.4	Osakeyhtiön varojenjakorajoitusten ja vahingonkorvauksen suhde	57
II.5	Yhteenvedo.....	66
III	REAALISIA ARGUMENTTEJA	
	VAHINGONKORVAUSNORMISTON TAUSTALLA	67
III.1	Johdanto.....	67
III.2	Vastuun puolesta puhuvia perusteita	68
III.2.1	Sijoittajan luottamuksen suojaaminen ...	68
III.2.2	Vahingonkorvaus osana sanktiojärjestelmää	74
III.3	Vahingonkorvausvastuuta rajoittavia perusteita	84
III.3.1	Riskinoton tietoisuus sijoitustoiminnassa	84
III.3.2	Vastuuriskien hallitsematon laajentuminen	89
III.4	Kokoavia näkökohtia	98
IV	TIEDONANTOVELVOLLISUUDET	
	ARVOPAPERIMARKKINOILLA.....	101
IV.1	Johdanto.....	101
IV.2	Ensi- ja jälkimarkkinoiden erottelu	103
IV.3	Totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan markkinoinnin kieltö	107
IV.3.1	Sääntelyn sisältö pääpiirteittäin	107
IV.3.2	Esimerkitapauksia.....	112
IV.4	Tiedonantovelvollisuus ensimarkkinoille.....	117
IV.4.1	Tiedonantovelvollisuuden eri muodoista	117
IV.4.2	Tietojen asianmukaisuuden arviointi	126
IV.4.3	Esimerkitapaus: KKO 2009:1	128
IV.5	Tiedonantovelvollisuus jälkimarkkinoille	131
IV.5.1	Säännöllinen tiedonantovelvollisuus	131
IV.5.2	Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	133
V	KORVAUSVASTUUN PERUSTEET	143
V.1	Johdanto.....	143
V.2	Liikkeeseenlaskijan ja merkitsijän suhde.....	144

	V.2.1	Sopimussuhde vai ei?	144
	V.2.2	Vastuunormiston sisältö	146
	V.2.3	Vastuu ei rajoitettavissa varaumin	152
V.3		Sijoituspalveluyrityksen ja merkitsijän suhde.....	156
	V.3.1	Yleistä	156
	V.3.2	Sijoituspalveluyrityksen velvollisuuksista.....	157
	V.3.3	Sijoituspalveluyrityksen ja merkitsijän oikeussuhteesta.....	165
	V.3.4	Vastuu arvopaperimarkkinalain perusteella	166
	V.3.5	Vastuu kauppalain perusteella.....	169
V.4		Osakkeiden myyjien suhde sijoittajiin.....	177
V.5		Sijoittajien keskinäiset suhteet.....	187
V.6		Liikkeeseenlaskijan ja jälkimarkkinasijoittajan suhde.....	191
	V.6.1	Oikeussuhteen luonteesta	191
	V.6.2	Floodgate-argumentti.....	194
	V.6.3	Tuottamusedellytys: oikeusvertaileva katsaus	198
	V.6.4	Päätelmiä vastuunormiston sisällöstä	208
V.7		Korvausvelvollisten yhteisvastuu ja keskinäinen vastuunjako	213
	V.7.1	Kysymyksenasettelu.....	213
	V.7.2	Yhteisvastuu	214
	V.7.3	Vastuunjako tahdonvaltaisen normiston mukaan	216
	V.7.4	Liikkeeseenlaskijan antama indemnity-sitoumus	221
V.8		Yhteenvedo.....	225
VI		SY-YHTEYSARVIOINNIN PERUSTEET	229
VI.1		Lähtökohtia syy-yhteyskysymysten tarkasteluun....	229
VI.2		Korvausvastuun suojaama henkilöpiiri	232
	VI.2.1	Yleistä	232
	VI.2.2	Edellyttääkö vastuu toteutunutta kauppaa?	233

VI.2.3	Ulottuuko vastuu sivullisten yhtiöiden kurssikehitykseen?	241
VI.2.4	Saako jälkimarkkinasijoittaja vedota ensimarkkinoiden tiedonantovirheeseen?	245
VI.2.4.1	Tarkastelun lähtökohtia	245
VI.2.4.2	Liikkeeseenlaskijan vastuu suhteessa jälkimarkkinasijoittajaan	245
VI.2.4.3	Sijoituspalveluyrityksen ja myyjän vastuu suhteessa jälkimarkkinasijoittajaan	256
VI.2.5	Saako ensimarkkinasijoittaja vedota jälkimarkkinoiden tiedonantovirheeseen?.....	260
VI.2.6	Yhteenvedo	261
VI.3	Mitä pidetään vahinkona?.....	263
VI.3.1	Kolme päävaihtoehtoa	263
VI.3.1.1	Kysymyksenasettelu	263
VI.3.1.2	Hinnanero korvaus	266
VI.3.1.3	Saamatta jääneen tuoton korvaaminen.....	271
VI.3.1.4	Negatiivinen sopimusetu	278
VI.3.2	Kaupankäyntikulujen ja muiden seurannaisvahinkojen korvauskelvottomuus	286
VI.3.3	Yhteenvedo	292
VI.4	Osakkeen arvon määrittäminen	293
VI.4.1	Lähtökohtana osakkeen pörssi-arvo	293
VI.4.1.1	Rahoitusteoreettinen tausta	293
VI.4.1.2	Juridisia vertailukohtia.....	297
VI.4.1.3	Johtopäätös	300
VI.4.2	Vaihtoehtojen arvonmäärittämissä sääntöistä	301
VI.4.2.1	Yleisesti vaihtoehtoisista määrittämissä sääntöistä	301

	VI.4.2.2 Dura-tapaus ja sitä koskeva keskustelu	305
	VI.4.2.3 Päätelmiä Suomen oikeuden osalta	310
VI.4.3	Markkinoiden tehokkuuden arviointi....	313
	VI.4.3.1 Tarkastelun lähtökohtia	313
	VI.4.3.2 Vertailukohtana vähemmistöosakkeiden lunastustilanteet	315
	VI.4.3.3 Hinnanmuodostuksen tehokkuuskriteerit Yhdysvalloissa.....	320
	VI.4.3.4 Päätelmiä hinnanmuodostuksen tehokkuuden arvioinnista	323
	VI.4.4 Yhteenvedo	325
VI.5	Tiedonantovirheen ja sijoituspäätöksen yhteys	326
	VI.5.1 Ongelman ydinsisältö.....	326
	VI.5.2 Tiedonantovirheen ja sijoituspäätöksen syy-yhteys jälkimarkkinoilla.....	330
	VI.5.2.1 Lähtökohtana luottamusolettama.....	330
	VI.5.2.2 Luottamusolettaman kumoamisesta.....	338
	VI.5.3 Luottamusolettaman soveltuminen ensimarkkinoilla.....	341
	VI.5.4 Yhteenvedo	349
VII	VAHINGON LASKEMINEN: YLEISET PERIAATTEET	351
	VII.1 Johdanto.....	351
	VII.2 Vertailuindeksimenetelmä.....	355
	VII.3 Tapahtumatutkimus: yleistä.....	361
	VII.4 Tapahtumaikkunan määrittäminen	367
	VII.5 Yksittäisten päivien analysointi	376
	VII.6 Tapahtuman tilastollisen merkittävyyden arviointi.....	380
	VII.6.1 Lähtökohtia.....	380

VII.6.2	Oppi 95 prosentin toleranssirajasta.....	385
VII.6.3	Kritiikki 95 prosentin sääntöä vastaan ...	388
VII.6.4	Päätelmiä	394
VII.7	Epänormaalien tuottojen summan tilastollinen merkittävyys	396
VII.8	Rahamääräisen hinnaneron laskeminen	404
VII.9	Esimerkki tapahtumatutkimuksen soveltamisesta..	405

VIII VAHINGON LASKEMINEN: TÄYDENTÄVIÄ

KYSYMYKSIÄ	407
VIII.1 Johdanto.....	407
VIII.2 Edellyttääkö vahingon syntyminen nettotappiota?	408
VIII.3 Sijoituksen realisoinnin merkityksestä.....	412
VIII.4 Korjausliikkeen huomioon ottaminen.....	419
VIII.5 Osto ja myynti tiedonantovirheen vaikutusaikana	426
VIII.6 Näyttötaakka ja näyttökynnyksen korkeus	431
VIII.6.1 Kysymyksenasettelu.....	431
VIII.6.2 Näyttötaakka.....	432
VIII.6.3 Näyttökynnys.....	436
VIII.6.4 Johtopäätökset	440
VIII.7 Kokoavia näkökohtia	440

IX LOPUKSI.....

IX.1 Luvun tarkoituksesta.....	445
IX.2 Arvopaperimarkkinalain 16 luvun 1 §:n luonne sopimuksenulkoisena vastuunormina.....	446
IX.3 Ratkaisuharkinnan joustavuus ja suoraviivaisuus... ..	448
IX.4 Korvauskelpoisen vahingon ja muun sijoitustappion erottelu	451
IX.5 Ei-oikeudellisen tiedon merkitys	452

LÄHDELUETTELO

OIKEUSTAPAUSHAKEMISTO

ASIAHAKEMISTO