

Hanna Reinikka

**SISÄPIIRITIEDON  
JULKISTAMISVAATIMUKSET  
ARVOPAPERIMARKKINOILLA**  
Mikä tekee sisäpiiritiedosta julkista tietoa?

Johtamisen ja talouden tiedekunta  
Kandidaatintutkielma  
Helmikuu 2021

# TIIVISTELMÄ

Hanna Reinikka: Sisäpiiritiedon julkistamisvaatimukset arvopaperimarkkinoilla  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, yritys juridiikka  
Helmikuu 2021

---

Tämä kandidaatintutkielma käsittelee sisäpiiritiedon olemassaoloa arvopaperimarkkinoilla Suomessa. Tutkielman tavoitteena on selvittää, miten sisäpiiritiedosta tulee julkista tietoa arvopaperimarkkinoilla Suomessa. Ensin selvitetään miten sisäpiiritieto määritellään lainsäädännön kautta eli mitä on sisäpiiritieto. Tämän jälkeen tutkitaan liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuuksia, jonka jälkeen pohditaan tiedonantovelvollisuuden täyttämistä eri informaatiokanavissa.

Kansantalouden yksi elintärkeä elementti on toimiva rahoitusjärjestelmä. Toimivat arvopaperimarkkinat ovat puolestaan tämän rahoitusjärjestelmän ja sitä kautta koko kansantalouden ytimessä. Arvopaperimarkkinoilla tarkoitetaan sellaista pääomamarkkinoiden kaupankäyntijärjestelmää, jossa kauppaa käydään vaihdantakelpoisilla arvopapereilla. Toisinaan arvopaperimarkkinoiden toimintaa hankaloittaa informaatioepätasapaino, joka on omiaan vähentämään sijoittajien luottamusta markkinoihin. Tätä informaatioepätasapainoa pyritään ehkäisemään sääntelyn keinoin.

Välillä kuitenkin sääntely näyttäytyy epäselkeänä, vaikeaselkoisena, jopa aukollisena. Siksi on tarve tutkimukselle, joka selkeyttää ja systematisoi lakia. Informaation asymmetria on suurin uhka toimiville ja tehokkaille arvopaperimarkkinoille ja siksi sen sääntely on avainasemassa. Tässä lainopillisessa tutkimuksessa halutaan osaltaan tulkita ja systematisoida tätä informaation epätasaisuutta. Sillä sisäpiiritiedon olemassaolo ja sen vilpillinen käyttö on suurimpia uhkia markkinoiden luottamuksen menettämiseksi.

Tutkimuksen perusteella voidaan todeta, että voimassa oleva sääntely antaa kattavan välineistön sisäpiiritiedon hallitsemiseen yhtiöissä. Voidaan kuitenkin todeta, että sisäpiiritiedon säännökset, esim. julkistamisstandardit koskien julkaisukanavaa eivät ole täysin tyhjentäviä. Näissä tilanteissa on käytettävä harkintaa ja tarvittaessa peilata tilannetta aina AML 1. luvun yleisiin säännöksiin, joiden mukaan markkinoilla ei saa antaa harhaanjohtavia tietoja taikka menetellä muutoin hyvän tavan vastaisesti. Sisäpiiritiedon sääntelyn viidakossa auttavat myös yhtiön oma viestintästrategia, hallinnointikoodi, moraaliset periaatteet sekä näiden johdonmukainen noudattaminen. Itsesääntelyllä on täydennettävä sääntelyä.

Informaatioepätasapainoa ei voida koskaan täysin poistaa, mutta kiihtyvästi muuttuvassa maailmassa on tärkeää tutkia sääntelyä alati kehittyvien markkinoiden näkökulmasta. Jotta arvopaperimarkkinoiden luottamus pystytään turvaamaan myös tulevaisuudessa.

Avainsanat: arvopaperimarkkinat, sisäpiiritieto, julkistamisvaatimukset, informaation epätasapaino, luottamus, moraalit, itsesääntely

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla

## **SISÄLLYSLUETTELO**

|   |            |
|---|------------|
| <b>LÄHDELUETTELO .....</b>  | <b>IV</b>  |
| <b>OIKEUSTAPAUSLUETTELO.....</b>  | <b>VI</b>  |
| <b>LYHENTEET.....</b>   | <b>VII</b> |
| <b>1 JOHDANTO.....</b>  | <b>1</b>   |
| 1.1 Tutkielman taustaa.....   | 1          |
| 1.2 Tutkimuksen kohde, tutkimuskysymykset ja rajaukset .....                                      | 2          |
| 1.3 Tutkimuksen metodi, lähteet ja rakenne.....   | 4          |
| <b>2 SISÄPIIRITIEDON SÄÄNTELYKOKONAISUUS .....</b>  | <b>7</b>   |
| 2.1 Sisäpiiritiedon määritelmä.....   | 7          |
| 2.2 Sääntelyhistoriaa.....  | 8          |
| 2.3 Itsesääntely arvopaperimarkkinoilla.....  | 10         |
| <b>3 TIEDONANTOVELVOLLISUUS JA SISÄPIIRITIETO.....</b>  | <b>12</b>  |
| 3.1 Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus .....   | 12         |
| 3.2 Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla.....  | 12         |
| 3.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus.....   | 13         |
| 3.4 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....  | 15         |
| <b>4 JULKISTA TIETOA VAI SISÄPIIRITIETOA,</b>   |            |
| <b>Julkistamiskanavan arviointia .....</b>  | <b>19</b>  |
| 4.1 Markkinahuhuista .....  | 19         |
| 4.2. Markkinahuhun sääntely arvopaperimarkkinoilla ja sen suhde<br>tiedonantovelvollisuuteen..... | 20         |
| 4.3 Media informaatiokanavana .....   | 23         |
| <b>5 JOHTOPÄÄTÖKSET.....</b>  | <b>27</b>  |

# LÄHDELUETTELO

## Kirjallisuus

Aalto-Heinilä, Maija: Voiko oikeuslähteiden tulkinta olla objektiivista? *Lakimies* 6-7/2020, s. 903-924

Annola Vesa: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Turku 2005

Annola Vesa: Markkinahuhu ja arvopaperin emittoija. *Lakimies* 7-8/2011, s.1376-1392

Annola, Vesa: Saatavuuskriteeri sisäpiirisääntelyssä ja KKO 2006:110. *Defenros Legis* 5/2007, s. 720-732

Hirvonen, Ari: Mitkä Metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17/2011

Hirvonen, Ari: Oikeuden ja lainkäytön teoria. Helsinki 2012

Huovinen, Sakari: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 248. Helsinki 2005

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2013

Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto: Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Helsinki 2017

Knuts, Mårten: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 2011

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. Helsinki 2018

Kurenmaa, Tero: Sisäpiirisääntelyn haasteet. *Lakimies* 1/2004, s. 105-108

Kurenmaa, Tero: Sisäpiiritiedon väärinkäytöstä. Helsinki 2003

Kuronen, Marja-Liisa: Tiedon markkinoilla – pörssiyhtiön tuloksen hallintaa viestinnän keinoin. *Media & Viestintä* 35/2012, s. 56-77

Nuotio, Kimmo: Kansan oikeustaju ja lain noudattaminen. Haaste 1/2019. Julkaistu 22.3.2019

Rose, Arnold M: Rumor in the stock market. *Public opinion quarterly*, 1951-10-01, Vol.15 s.461-468

Tienari, Janne – Meriläinen, Susan: Johtaminen ja organisointi uudessa globaalissa taloudessa. Helsinki 2012

Tolonen, Hannu: Oikeuslähdeoppi. Helsinki 2003

Wilhelmsson Thomas: Siviilioikeuden hiipivä eurooppalaistuminen ja Suomen oikeuslähdeoppi. Lakimies 7-8/2020, s. 1172-1196

Zafirovski, Milan: Rational Choice Theory or Pretense? The Claims, Equivalences, and Analogies of the “Economic Approach to Human Behavior”. Sociological Spectrum, 2018, Vol. 38 Issue 3, s. 194-222

## Virallislähteet

HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi

HE 65/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746

Vanha arvopaperimarkkinalaki 26.5.1989/495

Rikoslaki 19.12.1889/39

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä (EU) 596/2014

Finanssivalvonta, sisäpiiriasiat. Saatavilla:

<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/sisapiiriasiat/>

Finanssivalvonta, liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus. Saatavilla:

<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>

Finanssivalvonta, pääomamarkkinoiden toiminta. Saatavilla:

<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/>

Finanssivalvonta Markkinat - tiedote 5/2016. Saatavilla:

[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tie-dotteet/Markkinat/Documents/Markkinat\\_5\\_2016.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tie-dotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_5_2016.pdf)

Nasdaq Helsinki Oy, Helsingin Pörssin säännöt. 4.6.2019 Saatavilla:

<https://www.nasdaq.com/docs/PÖRSSIN%20SÄÄNNÖT%204.6.2019.pdf>

Nasdaq OMX Helsinki. Pörssin säännöt osakkeiden liikkeellelaskijoille. 11.5.2020.

Saatavilla: <https://www.nasdaq.com/docs/2020/05/11/Pörssin-säännöt-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-11.5.2020.pdf>

# **OIKEUSTAPAUSLUETTELO**

KKO 2006:110

## LYHENTEET

|      |  |
|------|--|
| AML  | Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)  |
| VAML | Vanha arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)   |
| EU   | Euroopan Unioni  |
| FIVA | Finanssivalvonta   |
| ESMA | Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen  |
| HE   | Hallituksen esitys   |
| MAR  | Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus No. 596/2014<br>markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) |
| MAD  | EU:n markkinoiden väärinkäyttödirektiivi No. 2014/57   |





# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman taustaa

Kansantalouden yksi elintärkeä elementti on toimiva rahoitusjärjestelmä. Rahoitusjärjestelmän tehtävä on allokoida eli ohjata pääomaresursseja yli- ja alijäämäisen sektorin välillä, välittää informaatiota, huolehtia rahoitusinstrumenttien likviditeetistä sekä hajauttaa riskiä<sup>1</sup>. Rahoitusjärjestelmän avulla luodaan taloudellista tehokkuutta, kun pääomaresursseja voidaan siirtää toimijalta toiselle. Näitä toimijoita yhteiskunnassa ovat kansalaiset (kuluttaja-sijoittajat), julkiset toimijat (valtio ja kunnat,) yksityinen sektori (yritykset) sekä kolmas sektori (järjestöt ja säätiöt).

Arvopaperimarkkinoilla tarkoitetaan sellaista pääomamarkkinoiden kaupankäyntijärjestelmää, jossa kauppaa käydään vaihdantakelpoisilla arvopapereilla. Arvopaperimarkkinat on tapana jakaa primääri- ja sekundäärimarkkinoihin, eli ensi- ja jälkimarkkinoihin. Näistä edellisellä tarkoitetaan tilannetta, jossa yhtiö tarvitsee rahoitusta ja laskee liikkeelle eli myytäväksi arvopapereitaan. Jälkimarkkinoista puhutaan puolestaan silloin kun arvopaperin, esim. osakkeen ostaja myy omistuksensa edelleen.<sup>2</sup>

Toimivat arvopaperimarkkinat ovat rahoitusjärjestelmän ja sitä kautta koko kansantalouden ytimessä, vaikkakin nykyään on relevantimpaa puhua maailmantaloudesta. Globaali talous asettaa omat haasteensa arvopaperimarkkinoille. Finanssivetoistuneessa globaalissa taloudessa monesti pääoma ja tuotanto ovat eriytyneitä ja siksi pääoma on muuttunut kasvottomaksi<sup>3</sup>. Tämä asettaa vaatimuksen, että arvopaperimarkkinoilla on oltava vahva luottamus siitäkin huolimatta ettei tiedetä aina suoraan kenen kanssa kauppaa käydään.

Arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan yksi edellytys on luottamus. *”Sijoittajien tulisi voida luottaa siihen, että arvopaperisäästämisen riskit kohdistuvat arvopaperin liikkeeseenlaskijan taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä arvopaperi- markkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen eettisesti epäilyttäviin toimiin.”*<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Knüpfner – Puttonen 2018, s. 52

<sup>2</sup> Immonen – Nuolimaa 2017, s. 60

<sup>3</sup> Meriläinen – Tienari 2012, s. 20

<sup>4</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 17

Mikäli markkinat toimisivat aina täydellisesti ja kaikki osapuolet rationaalisesti ei sääntelyä tarvittaisi. Rationaalisuuteen ja moraaliin rooliin arvopaperimarkkinoilla palataan tutkimuksen edetessä. Tällaiseen ideaalilanteeseen ei kuitenkaan päästä, sillä markkinoilla on aina jonkin verran epäluottamusta ja informaation asymmetriaa. Sääntelyn, ohjeistuksien ja valvonnan avulla näitä epäkohtia pyritään minimoimaan. Välillä kuitenkin sääntely näyttäytyy epäselkeänä, vaikeaselkoisena, jopa aukollisena. Siksi on tarve tutkimukselle, joka selkeyttää ja systematisoi lakia. Informaation asymmetria on suurin uhka toimiville ja tehokkaille arvopaperimarkkinoille ja siksi sen sääntely on avainasemassa. Tutkimuksessa halutaan osaltaan tulkita ja systematisoida tätä informaation epätasaisuutta, sisäpiiritiedon tutkimuksen kautta. Sillä sisäpiiritiedon olemassaolo ja sen vilpillinen käyttö ovat suurimpia uhkia markkinoiden luottamuksen menettämislle.

Toimivien arvopaperimarkkinoiden kantavat ajatukset löytyvät Arvopaperimarkkinalain (14.12.2012/746, myöh. AML) 1.luvusta. Nämä yleiset säännökset koskevat; kieltoa menetellä hyvän markkinatavan vastaisesti, kieltoa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla. Tämä on lähtökohta, joka pidetään mielessä läpi tutkimuksen ja se toimii kantavana ajatuksena kaikessa tulkinnassa. Sisäpiirisääntely on arvopaperimarkkinalain ytimessä. Ilman näitä säännöksiä edellytykset markkinoiden tehokkaalle toiminnalle olisivat huomattavasti kehnommat.<sup>5</sup>

## 1.2 Tutkimuksen kohde, tutkimuskysymykset ja rajaukset

Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on tutkia, miten sisäpiiritiedosta tulee julkista tietoa arvopaperimarkkinoilla Suomessa. Tutkielman varsinainen tutkimuskysymys on *miten sisäpiiritiedon voidaan katsoa tulleen julkiseksi?* Tukevia tutkimuskysymyksiä ovat muun muassa; *mitä tarkoitetaan sisäpiiritiedolla? Millä eri tavoin tieto voi tulla julki?*

Arvopaperimarkkinoiden toiminnasta ja sisäpiirisääntelystä löytyy kohtalaisesti tutkimuksia. Useissa julkaisuissa tarkastelu keskittyy sisäpiiriläisten tunnistamiseen ja väärinkäytöksiä muotoihin sekä sisäpiirimääritelmän eri elementteihin. Tässä tutkielmassa tulkitaan tiedottamisen systematisoinnin lisäksi myös sääntelyn ulkopuolelle jääviä tilanteita, kuten

---

<sup>5</sup> Knuts 2011, s. 1

huhupuheen merkitystä sisäpiiritiedon näkökulmasta. Mukaan otetaan myös näkökulma pörssiyhtiöiden itsesääntelystä sekä moraalista. Nämä näkökulmat nähdään tärkeinä elementteinä, sillä lakia ja viranomaisohjeistuksia ei koskaan voi kirjoittaa täysin aukottomaksi. Näitä aukkokohtia toimijat täydentävät itsesääntelyn ja lopulta moraalilla avulla.

Aiheesta on vain muutamia korkeimman oikeuden ennakkopäätöksiä, joissa tuomioistuin ottaa kantaa siihen, kuinka AML 12. lukua (nykyinen MAR 12 ja 17 artikla) tulkitaan. Tutkimuksessa pyritään siis selvittämään sitä oikeudellista ongelmaa, kuinka sisäpiiritiedon julkisuuden ominaisuutta tulkitaan ja millä perusteilla. Yritys voi julkistaa tiedon monella tavalla, esimerkiksi pörssitiedotteella. Mutta markkinat voivat saada tiedon myös muuta kautta, kuten sosiaalisesta mediasta tai vain huhupuheesta. Mielenkiintoista tarkastelusta tekee sen, että mikä viesti katsotaan niin painavaksi, että voidaan olettaa tiedon olevan yleisesti käytettävissä.

Sisäpiiritiedon väärinkäytökset kuuluvat arvopaperimarkkinarikoksiin ja täten rikoslain piiriin. Tutkimuksen rajallisuuden vuoksi nämä väärinkäytön rikosseuraamukset jätetään siis tarkastelun ulkopuolella. Sen sijaan tutkimus tehdään toimivien arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta.

Mainittakoon vielä, että tutkimuksessa sisäpiiritietoa käsitellään suurehkon pörssiyrityksen näkökulmasta, eikä oteta huomioon yritysten koko eroja. Tällöin tarkastelun ulkopuolelle jää mahdolliset lainsäädännön ja raportointivelvollisuuksien lievennykset pk-yrityksille. Tämä raja on tehty siksi, että tutkimuksen kannalta ei ole tarkoituksenmukaista erotella säännöksiä poikkeuksien kautta, vaan auttaa hahmottamaan sääntelyn systematiikan päälinjaa.

Pohjimmiltaan tämän tutkimuksen ytimessä on selvittää informaatioepätasapainon luonnetta arvopaperimarkkinoilla. Sisäpiiritiedon olemassaolo on yksi merkittävin informaatioepätasapainon ilmentymä. Informaation määrä, kanavat ja jakaminen ovat kasvaneet räjähdysmäisesti kuluvan vuosikymmenen aikana ja siksi tutkimus on edelleen ajankohtaista.

### 1.3 Tutkimuksen metodi, lähteet ja rakenne

Tämän tutkimuksen metodina käytetään oikeusdogmatiikkaa eli lainoppia. Lainoppi on tulkintatiedettä, jossa voimassa olevaa lakia tutkitaan. Tehtävänä on siis voimassaolevan lain tulkitseminen ja systematisointi. Tulkintaa tarvitaan, sillä vallitsevan käsityksen mukaan oikeudelliset tekstit ovat monitulkintaisia. Yksiselitteisyyden ja objektiivisuuden puute voi johtua esimerkiksi kielen ominaisuuksista, kuten nykyinen suomalainen oikeusteoreettinen keskustelu selittää<sup>6</sup>. Valitun aiheen oikeussäätelyä pyritään tulkitsemaan mahdollisimman monenlaisista näkökulmista. Lainopillisen metodin tutkimuskohteena on oikeusnormien tutkiminen ja sitä kautta oikeustilan selventäminen.<sup>7</sup> Lainoppi on valikoitu tämän tutkimuksen metodiksi, sillä tarkoituksena on selvittää vallitsevaa oikeustilaa ja oikeusnormien tulkinta on tähän erinomainen väline. Normilla tarkoitetaan sitä, että jonkin asian pitää tapahtua tai olla tietyllä tapaa. Oikeusnormit ovat oikeusjärjestykseen liittyviä sääntöjä ja periaatteita, jotka käskävät, kieltävä ja sallivat. Niiden avulla ohjataan käyttäytymistä ja toimintaa.<sup>8</sup>

Tässä oikeusdogmaattisessa arvopaperimarkkinatutkimuksessa tärkein oikeuslähde on voimassa oleva sääntely koskien sisäpiiritietoa arvopaperimarkkinoilla. Tutkimuksen fokus on sisäpiiritiedon sääntely suomalaisilla arvopaperimarkkinoilla, mutta Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö noudattaa viimeisimpien muutosten jälkeen pitkälti EU-oikeutta, joten tutkielma ammentaa säädäntöä Euroopan unionin lainsäädännöstä. Lain eurooppalaistumisen johdosta myös oikeuslähdeoppi on ollut murroksessa. EU-oikeus on muuttanut sulkeutunutta kansallista oikeuslähdeoppia ja laajentanut sitä ylikansallisen oikeudellisen argumentaation käyttöön. Direktiiveihin perustavaan lakiin voitaneen siis hakea tulkinta-apua myös muiden EU-maiden ratkaisuista sekä implisiittisestä tiedosta. Näiden argumenttien oikeudellisesta painoarvosta ei kuitenkaan vielä ole mitään yleisesti hyväksyttyä linjaa<sup>9</sup>. Vuoden 2016 heinäkuusta alkaen alettiin Suomessa soveltaa Euroopan Unionin markkinoiden väärinkäyttöasetusta ((EU) No. 596/2014, myöh. MAR). Tästä asetuksesta löytyy määritelmä sisäpiiritiedosta. Vielä tätä ennen sisäpiiritiedon määritelmä löytyi Arvopaperimarkkinalain luvusta 12. Täydentävää sääntelyä löytyy voimassa olevasta AML :n ja MAR :n lisäksi kansalliseen lainsäädäntöön samoihin aikoihin implementoidusta

---

<sup>6</sup> Aalto-Heinilä 2020, s. 906

<sup>7</sup> Hirvonen 2011, s. 23

<sup>8</sup> Hirvonen 2012, s. 53–58

<sup>9</sup> Wilhelmsson 2020, s. 1186

EU:n markkinoiden väärinkäyttödirektiivistä (2014/57/EU, MAD -direktiivi). MAD direktiivi käsittelee enenevässä määrin väärinkäytöksiä, joten sen tarkastelu jätetään tässä tutkielmassa pois. Tämä sääntelykokonaisuus muodostaa viitekehyksen, josta markkinaehtoista toimintaa voidaan lähteä systematisoimaan ja tulkitsemaan. Hallituksen esitykset (HE) toimivat niinkään AML :n ja MAR :n tulkitsemista edesauttavina oikeuslähteinä.

Hallituksen esityksistä käy ilmi lainsäätäjän tarkoitus ja perusteluja sille, miksi sääntelyyn on tehty muutoksia. Kun haetaan perusteltua näkemystä tulkinnanvaraisissa tilanteissa, on syytä kääntyä näiden puoleen ja lähteä liikkeelle siitä, mikä on ollut sääntelyn perimmäinen tarkoitus. Tällaisen motiiviperustaisen, lain subjektiivisen tulkintateorian kannalta lain esityöt ovat merkittävä oikeuslähde.<sup>10</sup>

Arvopaperimarkkinoille on kehittynyt paljon toimintaa ohjaavia tahoja ja viranomaisia. Näiden virallislähteiden ohjeistuksia käytetään myös tutkielman oikeuslähteinä. Näiden tehtävä on mahdollistaa markkinoiden tehokas toiminta ja itseohjautuvuus sekä selventää säädöksiä noudattamista käytännössä. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ESMA :n tehtävä on parantaa sijoittajansuojaa sekä edistää rahoitusmarkkinoiden vakautta sekä moitteetonta toimintaa<sup>11</sup>. Suomen Finanssivalvonnan eli FIVA :n tehtävä puolestaan on niinkään edistää luottamusta markkinatoimijoiden välillä. FIVA valvoo myös Suomessa arvopaperimarkkinakaupankäyntiä ja siihen kohdistuvia raportointikäytäntöjä, joihin toimijat velvoitetaan sitoutumaan. Lisäksi FIVA tutkii arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöstilanteita ja pyrkii omalla toiminnallaan ennaltaehkäisemään niitä.<sup>12</sup> Myös Helsingin Pörssin ja uuden Nasdaq Helsinki OMX:n ohjeistuksia hyödynnetään normien tulkinnassa apuna.

Oikeuskirjallisuudesta on valittu muutamia teoksia sekä tieteellisiä artikkeleita, joista löytyy perustavanlaatuaista tietoa siitä, mitä sisäpiiritiedosta tunnustetaan ja kuinka sitä on ollut tapana jäsentää.

Johtuen arvopaperimarkkinoiden lain olemassaolon suhteellisen lyhyestä historiasta,

---

<sup>10</sup> Tolonen 2003, s. 115

<sup>11</sup> ESMA, European securities and markets authority, Policy activities  
<<https://www.esma.europa.eu/policy-activities/sustainable-finance/esma%E2%80%99s-role>>

<sup>12</sup> FIVA Finanssivalvonta, pääomamarkkinoiden toiminta

oikeuskäytäntöä on niukasti. Korkeimman oikeuden ennakkopäätös KKO:2006:110 soveltuu aiheeseen kuitenkin erinomaisesti, sillä siinä oikeudellisena ongelman on sisäpiiritiedon väärinkäyttö julkistamisvaatimusten näkökulmasta.

Mainittakoon, että tutkimuksessa käytetään muutamia termejä, joille löytyy synonyymejä. Näitä käytetään tekstissä toiston välttämiseksi. Sanoja liikkeeseenlaskija, pörssiyhtiö, emittoija ja yhtiö käytetään kuvaamaan samaa sanaa eli arvopaperin liikkeellelaskijaa.

Tutkimus rakentuu niin, että johdannon ja tutkimuksen lähtökohtien esittelyn jälkeen avataan tutkimuksen kannalta tärkein termi, eli määritellään mitä on sisäpiiritieto. Lisäksi kerrotaan sanan sääntelyn historiasta ja itsesääntelyn tärkeydestä sääntelyä täydentävänä tekijänä. Kolmannessa kappaleessa perehdytään liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuuteen, joka on tärkeä velvollisuus sisäpiiritiedon väärinkäytöksiä estämiseksi. Neljännessä kappaleessa pohditaan vähemmän tunnettuja sisäpiiritiedon julkistamistapoja, kuten huhua tai sosiaalista mediaa. Viimeinen eli viides kappale summaa tutkimuksen.

## 2 SISÄPIIRITIEDON SÄÄNTELYKOKONAISUUS

### 2.1 Sisäpiiritiedon määritelmä

Sisäpiiritiedon määritelmä muodostaa tärkeimmän osion arvopaperimarkkinaoikeudellisessa sisäpiirisääntelyssä.

Euroopan Unionin markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU) No.596/2014) MAR :n mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan tietoa, joka on luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta. Tiedon on liityttävä suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen. Tieto on sellaista, että sen julkiseksi tuleminen aiheuttaisi todennäköisesti huomattavan hintavaikutuksen rahoitusvälineeseen tai siihen liittyviin johdannaisiin. Tämä EU:n lainsäädäntö on implementoitu osaksi Suomen rahoitusmarkkinoita koskevaa sääntelyä ja arvopaperimarkkinalakia. Sisäpiiritiedon määritelmä on pysynyt sisällöltään lähes samanlaisena, kuin tällä asetuksella kumottu AML 12:2.1 §, jonka mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka ei muutoin ole ollut saatavissa. Sen on myös olennaisesti vaikutettava rahoitusvälineen tai läheisesti siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon.

Informaation näkökulmasta sisäpiiritieto tarkoittaa siis sitä, että jollakin markkinatoimijalla on tiedollista etumatkaa verrattuna muihin. Toimija voisi tietoa väärin käyttäessään hyötyä etumatkastaan taloudellisesti.<sup>13</sup>

Huomionarvoista on erottaa, että sisäpiiritiedon olemassaolo jollakin henkilöllä ei muodosta siitä vielä väärinkäyttötapausta. Arvopaperimarkkinoilla on aina olemassa tahoja, joilla asemansa vuoksi on sellaista tietoa, joka täsmää sisäpiiritiedon määritelmään<sup>14</sup>. Näitä ovat esimerkiksi yrityksen johtohahmot, hallituksen jäsenet taikka tilintarkastaja, jolla on tieto muun muassa jättövalmiista konkurssihakemuksesta tai merkittävän yritysoston toteutumisesta. Kun tieto näistä tapahtumista realisoituu, se tulee vaikuttamaan liikkeeseenlaskijan arvopaperin hintakehitykseen. Tahot voivat olla liikkeeseenlaskijan sisäisiä toimijoita, ulkoisia toimijoita tai niin sanottuja kolmansia osapuolia, jotka ovat saaneet tiedon toisen käden kautta. Sisäpiiritieto itsessään ei ole siis kiellettyä, mutta sen

---

<sup>13</sup> Knuts 2011, s. 25

<sup>14</sup> Kurenmaa 2004, s. 105

hallussapidosta seuraa toimintavelvoitteita sekä toimintakieltoja<sup>15</sup>.

Arvopaperimarkkinarikokset ovat kriminalisoitua toimintaa ja täten niillä on omat rikosseuraamuksensa. Markkinoiden väärinkäytöksen seuraamuksista säännellään Suomen lainsäädäntöön implementoidulla EU:n markkinoiden väärinkäyttödirektiivillä (2014/57/EU, MAD II-direktiivi) sekä Suomessa myös rikoslilla. Määritellään tässä vielä selvyyden vuoksi lyhyesti, mitä tarkoitetaan sisäpiiritiedon väärinkäytöllä Suomen rikoslain näkökulmasta. Rikoslain 51 luvun 1 §:n mukaan joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudestaan käyttää rahoitusvälineeseen liittyvää sisäpiiritietoa hyväksi, on tuomittava sisäpiiritiedon väärinkäytöstä sakkoon tai vankeuteen. Tutkielman rajallisuuden vuoksi sanktio-oikeutta ei lähdetä perkaamaan sen tarkemmin.<sup>16</sup>

Nämä neljä erilaista ominaisuutta; rahoitusvälineliitännäisyys, täsmällisyys, olennaisuus sekä julkistamattomuus ovat sellaisia seikkoja, jotka tekevät tiedosta sisäpiiritietoa. Tässä tutkielmassa tarkastelun paino pyritään suuntaamaan tiedon julkisuus –kysymykseen. Onko tieto julkistettu tai muutoin tullut julkiseksi. Ongelma piilee siinä, milloin tiedon voidaan katsoa olevan sellaista, että se asettaa tiedon haltijan asemaan, jossa hänellä on sellaista tietoa, joka ei ole yleisesti markkinoiden saatavilla. Hän on siten sisäpiiriläinen ja tilanteessa, jossa hän ei voi käyttää tätä tietoa tahallisesti tai huolimattomuudella tavoitellakseen itselleen tai lähimmäiselleen taloudellista etua.

## 2.2 Sääntelyhistoriaa

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on keskeinen osa osakeyhtiöiden, erityisesti pörssiyhtiöiden sääntelykokonaisuutta. Lyhyen sääntelyhistorian aikana sääntelyä on muutettu useaan otteeseen. Tämä kertoo, että markkinat uudistuvat herkästi ja muuttuvat nopeasti. Sääntelyn täytyy pysyä muuttuvien markkinaolosuhteiden perässä ja tarjota sen keskeisimmän tehtävän mukaisesti turvaa pääomamarkkinoiden tehokkaalle toiminnalle<sup>17</sup>.

Suomen arvopaperimarkkinalainsäädäntö koki kokonaisuudistuksen vuonna 2012.

---

<sup>15</sup> Knuts 2011, s. 25

<sup>16</sup> Ks. esim. Kurenmaa 2004 tai Häyrynen – Kajala 2013, s.601-610 Ks. myös 2014/57/EU, MAD II-direktiivi

<sup>17</sup> Häyrynen – Kajala, 2013, s. 20



Uudistuksen merkittävin muutos oli arvopaperimarkkinalain jakaminen useammaksi omaksi laikseen. Lakijärjestelyistä ja lakien eriyttämisestä huolimatta katsottiin, että uudessa arvopaperimarkkinalaissa säilytettäisiin säännökset liikkeeseenlaskijan tietojen antamisesta.

”Uudessa arvopaperimarkkinalaissa säädettäisiin kolme keskeistä arvopaperimarkkinalainsäädännön yleissäännöstä, joita ovat hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn sekä totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen kiellot sekä riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla.”<sup>18</sup>

Tämän uudistuksen myötä AML yhdeksi keskeisimmäksi osioksi on määritelty sääntely tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla. Tiedonantovelvollisuuden voi nähdä kaksinapaisena kokonaisuutena, jossa toinen napa on toimintakielto ja toinen taas kehoitus. Yhtäältä kielletään antamasta totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Toisaalta edellytetään että pidetään riittävän tiedot tasapuolisesti saatavilla<sup>19</sup>.

Toinen iso muutos sisäpiiritiedon sääntelyn historiassa koitti, kun AML 12 luku korvattiin Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella, markkinoiden väärinkäyttöasetuksella eli MAR :lla. EU:ssa katsottiin, että yhdenmukaisemman sääntelykehyksen käyttöönotto oli tarpeen, sillä MAR: sta edeltävää direktiiviä sovellettiin kirjavasti eri tavoilla eri jäsenvaltioissa. Uudella asetuksella pyrittiin siis tehokkaammin yhdentämään Euroopan arvopaperimarkkinoita.

Kuten aiemmin tuotiin ilmi, on arvopaperimarkkinoiden sääntelyhistoria kokonaisuudessaan hyvin tuoretta. Näin on myös sitä koskeva EU-lainsäädäntö, jota on alettu uudistamaan urakalla vasta kuluneella vuosikymmenellä. Säännökset tätä ennen pysyivät suhteellisen muuttumattomina. 1980-luvun alkupuoleen saakka annettujen direktiivien olivat sellaisenaan voimassa aina 2000-luvun alkupuolelle saakka. Silloin direktiivit perustuivat vielä vähimmäisharmonisointiin ja jäsenvaltioille annettiin enemmän itseohjautuvuutta , jotta valtiot saisivat sääntelynsä istumaan omiin kansallisiin markkinoihin sopiviksi. <sup>20</sup> Vielä ennen vuosikymmenen vaihtumista sekä yksityisten-, että institutionaalisten sijoittajien kansainväliset sijoitukset olivat melko vähäisiä. Informaatioteknologian räjähdysmäinen kehitys ja kasvu on ollut omiaan vauhdittamaan maailmantalouden globalisoitumista.

---

<sup>18</sup> HE 32/2012, s. 1

<sup>19</sup> HE 32/2012, s. 116–133

<sup>20</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 23

Informaatioteknologian ansiosta myös sijoittajien käyttäytyminen on muuttunut radikaalisti. Osakkeiden omistajat voivat käydä kauppaa omistuksillaan ilman, että heidän täytyy fyysisesti liikahtaa tietokonetta pidemmälle. Arvopaperien omistaminen ei vaadi fyysistä läsnäoloa markkinoilla. Jotta sijoituspäätöksiä osattaisiin ja uskalletaisiin tehdä etänä, niin sijoittajat tarvitsevat päätöksiensä pohjaksi vertailukelpoista ja reaaliaikaista informaatiota eri liikkeeseenlaskijoista.<sup>21</sup> Jotta rajat ylittävät rahoitusmarkkinat toimisivat tehokkaasti sijoittajia varten, on täytynyt luoda liikkeellelaskijoille määrämuotoisia tiedonanto- ja raportointivelvoitteita.

EU:ssa aloitettiin mittava finanssimarkkinoiden sääntelyuudistus, johon nykyisetkin direktiivit perustavat. EU-lainsäädännöllä pyritään luomaan yhtenäinen sääntelykehys jäsenvaltioiden kesken, jotta luotaisiin todelliset rahoituspalveluiden sisämarkkinat. Yhtenäiset pääomamarkkinat ovat elinehto unionin taloudellisen kasvun kannalta.

”Yhdentyneet, tehokkaat ja avoimet rahoitusmarkkinat edellyttävät, että markkinat ovat luotettavat. Arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus markkinoihin ovat taloudellisen kasvun ja vaurauden ennakkoehtoja. Markkinoiden väärinkäyttö vähentää rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja yleistä luottamusta arvopapereihin ja johdannaisiin.”  
(MAR (EU) N:o 596/2014)

### 2.3 Itsesääntely arvopaperimarkkinoilla

Kuten tutkimuksen edetessä nähdään, on lukuisia eri intressejä ja säädöksiä jotka sääntelevät sisäpiiritiedon julkistamista. Lainsäädännön keinoin ei voida kuitenkaan koskaan varautua kaikkiin mahdollisiin tilanteisiin, joten paljon jää yhtiöiden oman harkinnan ja omatoimisuuden varaan. Corporate governance –periaatteista eli hyvän hallinnointitavan periaatteista on pyrkimyksenä löytyä sääntöjä mm. tällaisiin tilanteisiin. Corporate governance –periaatteeseen kuuluu päätöksenteon ja tiedottamisen läpinäkyvyys, jonka avulla taataan riittävä sidosryhmien ja yleisön tiedonsaanti<sup>22</sup>.

Helsingin Pörssin sääntöjen mukaan arvopaperimarkkinoilla on toimittava eettisesti

---

<sup>21</sup> Tienari – Meriläinen, 2009 s. 12

<sup>22</sup> Immonen – Nuolima 2017, s. 70

moitteettomasti<sup>23</sup>. Eettinen toiminta liittyy siihen, että liikkeellelaskijan on toimittava vallitsevien moraalikäsitteiden ja moraalinormien mukaisesti hyväksyttävällä tavalla. Oikeusnormit ja moraalinormit saattavat joskus joutua ristiriitatilanteeseen, mutta jos oikeusnormi puuttuu kokonaan saattaa markkinatoimija toimia vapauden lakien mukaisesti ja käyttää omaa normatiivista tulkintaa. Niin kutsutussa vapauden laissa nähdään liittymäpinta moraalin lakeihin. Immanuel Kantin ajatus on, että moraalit ja järki kulkevat käsi kädessä. Subjekti on järkiolento tehdessään valintoja. Kaiken taustalla on oletus, että toimijoilla on vapaus tehdä omia valintoja, ja ettei he ole täysin luonnonlakien armoilla. Mikäli näin olisi, kaikki tapahtumat tapahtuisivat välttämättömyydellä, eikä niihin voisi vaikuttaa omalla tahdolla. Mutta mikäli taasen subjekti olisi täydellinen järkiolento, niin oikeuden tarkoituksellinen säätäminen olisi täysin turhaa.<sup>24</sup>

Toimijoilla on vapaus tehdä omia valintojaan ja ne osaavat toimia rationaalisesti, mutta koska ihmisen persoonaan kuuluu muutakin kuin järkipärisyys, emme voi olettaa että valinnat ovat aina parhaita mahdollisia järkiteorian kantilta katsottuna. Moderni käyttäytymistieteellinen tutkimuskin on haastanut sen oletuksen, että ihminen tekisi päätöksensä täysin rationaalisesti, kuin homo economicus.<sup>25</sup> Termillä Homo Economicus viitataan yksilöön, joka toimii puhtaan rationaalisesti taloustieteellisessä mielessä. Tällainen yksilö edistää taloutta toimimalla taloudellisesti, itsekkäästi, sekä yksityisten ja instrumentaalisten tarkoituksien saavuttamiseksi.<sup>26</sup>

Tästä näkökulmasta voidaan päätellä, että toimijat ymmärtävät ja omaksuvat helposti normatiivista kielenkäyttöä, jota ammentavat esim. termit velvoitetaan, täytyy, on kiellettyä. Rationaalisen toimijana ollaan hyvin kuuliaisiksi noudattamaan selkeitä oikeusnormeja, kuten lakia. Hankaluuksia aiheuttavat tilanteet, joissa sääntely on epäselvää tai siinä on valinnanvaraa. Liikkeellelaskijan Corporate governance säännöissä on syytä varautua tällaisiin tilanteisiin, jotta turvataan oma luottamus arvopaperimarkkinoilla.

---

<sup>23</sup> Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin Säännöt s. 10

<sup>24</sup> Hirvonen 2012, s. 7

<sup>25</sup> Nuotio 2019

<sup>26</sup> Zafirovski 2018, s. 194-222

## 3 TIEDONANTOVELVOLLISUUS JA SISÄPIIRITieto

### 3.1 Liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus

Arvopaperin liikkeeseenlaskijalla on lain velvoittama tehtävä huolehtia siitä, että sijoittajilla ja muilla markkinatoimijoilla on riittävät, oikeat ja ajantasaiset tiedot käytettävissään tehdäkseen perusteltuja sijoituspäätöksiä<sup>27</sup>. Sijoittajien tiedonsaantioikeudet ovat perusteena tiedonantovelvollisuuksille. Arvopaperimarkkinoiden informaation symmetria näyttää olevan aina epätasapainossa yhtiön ja sijoittajien kesken. Yhtiön ja sijoittajan oikeudet samaan tietoon eivät toteudu samanarvoisina. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyllä pyritään tasapainottamaan tätä tietopäsymmetriaa siinä määrin, missä se tosiasiallisesti hyödyttää markkinoiden toimintaa ja sijoittajien mahdollisuutta muodostaa käsitys osakkeen arvosta. Kyseessä on kuitenkin jatkuva tasapainoilu tiedonantovelvollisuuden alaisen tiedon sekä salassa pidettävän yhtiön sisäisen tiedon välillä.<sup>28</sup>

Suomessa tiedonantovelvollisuudesta säännellyllä markkinalla säädetään arvopaperimarkkinalaissa sekä EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa. Lakia täydentää mm. Helsingin Pörssin säännöt sekä finanssivalvonnan ohjeistukset. Tiedonantovelvollisuus koskee sellaisia liikkeeseenlaskijoita, joiden arvopapereille käydään kauppaa säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.<sup>29</sup>

### 3.2 Tiedonantovelvollisuus arvopaperimarkkinoilla

AML :n tiedonantovelvollisuus voidaan jakaa karkeasti kahteen päälukuun; jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen sekä säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen. Näitä kumpaakin käsitellään alla tarkemmin. Suomen arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen jälkeen on sääntely tiedonantovelvollisuudesta kokenut toisenkin uudistuksen MAR :n aikakaudella. Samoin kuin sisäpiirisäännökset, niin tiedonantovelvollisuussäännökset ovat osittain korvautuneet EU-tason lainsäädännöllä. Jäsenvaltioiden omat valvontaorganisaatiot täydentävät EU:n asetuksia ja direktiivejä Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevia

---

<sup>27</sup> Häyrynen – Kajala, 2013. s. 159

<sup>28</sup> Huovinen 2005, s. 768

<sup>29</sup> FIVA Finanssivalvonta, Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus

säännöksiä ei AML kokonaisuudistuksessa juurikaan muutettu, sillä silloin oli jo tiedossa että lähitulevaisuudessa otetaan käyttöön markkinoiden väärinkäyttöasetus ((EU) No.596/2014) MAR, joka asetuksen suoran sovellettavuuden vuoksi kumoaa AML vastaavat säännökset.<sup>30</sup> Sen sijaan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säännellään edelleen AML nojalla.

Seuraavaksi käydään läpi MAR ja AML säännöksiä emittoijaan kohdistuvasta tiedonantovelvollisuudesta ; jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kautta. Tiedonantovelvollisuus kulkee käsikädessä sisäpiiritiedon saatavuuskriteerin kanssa.

### 3.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Arvopaperien liikkeeseenlaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään tänä päivänä MAR 17. artiklassa. Artiklan mukaan:

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

Asetuksessa täsmennetään, että tämä artikla koskee niitä liikkeeseenlaskijoita, joiden arvopapereilla käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla. Tietojen julkistamisvelvollisuus koskee tässä lähinnä arvopapereiden jälkimarkkinoita. Jälkimarkkinoilla eli sekundäärimarkkinoilla viitataan siihen, kun sijoittajat käyvät vaihdantaa keskenään yritysten liikkeeseen laskemilla rahoitusinstrumenteilla, kuten osakkeilla ja optioilla. Kauppaa käydään esimerkiksi Helsingin pörssissä<sup>31</sup>. Kun yritys hakeutuu pörssiin, sillä on niin ikään tiedonantovelvoitteita, kuten tarjousesitteen laatimisvelvollisuus. Esite on juridisesti tärkeä viestintämuoto listautumisvaiheessa, mutta jätetään listautumisvaiheen sääntely tässä käsittelemättä.<sup>32</sup>

MAR :n julkistamisvaatimus eroaa edeltäjästään, AML 6.luvusta, ainakin sanamuodoltaan. Tosiasiallinen sisältö ja säännöksen perimmäinen tarkoitus on pysynyt samana, mutta MAR

---

<sup>30</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 159

<sup>31</sup> Knüpfer – Puttonen 2018, s. 265

<sup>32</sup> Ks. Listalle ottaminen ja listalta poistaminen – Nasdaq Helsinki Oy. Ks myös (EU) 2017/1129 arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavassa esitteestä

:n asetuksessa korostetaan nimenomaisesti *sisäpiiritiedon julkistamista*. Tämä näkyy korostetusti muutoinkin läpi MAR :n säännösten ja esitöiden teksteissä. AML 6. luvun 4 § mukaan jatkuvasta tiedonantovelvoitteesta säädettiin näin:

”Kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheutonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon”.

Luontaisesti päätökset ja seikat, joita ei ole vielä julkistettu, ovat sisäpiiritietoa, mutta vanhan säännöksen mukaan tätä ei ole tässä sanamuodossa korostettu.

MAR :n voimaantulon myötä jatkuva tiedonantovelvollisuus on kytketty sisäpiiritiedon määritelmään ja tämä osaltaan aiheuttaa julkistamiskynnyksen aikaistamista. Julkistamisen lykkäykseen on omat säännöksensä, mutta tutkimuksen rajallisuuden vuoksi niitä ei oteta tarkasteluun tarkemmin. Huomionarvoista on, että sääntely korostaa sisäpiiritiedon luonnetta ja olemassaoloa.<sup>33</sup> Väärinkäyttöasetuksella nimensä mukaisesti pyritään ehkäisemään väärinkäyttöä ja osoitetaan, mitkä informaation luonteenpiirteet saattavat muodostavat tähän johtavan tilanteen.

Pörssiyritysten tiedonantovelvollisuus jakautuu karkeasti säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen sekä jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Säännölliset tiedotteet ovat pitkälti raporttipohjaisia tiedotteita, kuten kvartaalikatsaus, puolivuositiedote sekä vuositilinpäätös, jotka juontuvat pitkälti kansainvälisistä IFRS standardeista. Nämä käydään läpi seuraavassa luvussa. Tästä päästään johtopäätökseen, mikä ei ole säännöllistä tiedonantoa on jatkuvaa tiedonantoa. Kaikki tieto, joka voi olennaisesti ja todennäköisesti vaikuttaa osakkeen arvoon on tuotava julki. Huomattakoon, etteivät kaikki yrityksen toimintaympäristöön, operatiiviseen toimintaan ja sopimuksiin liittyvät tiedot ole sisäpiiritietoa, vaikkei niitä ei tuoda päivänvaloon. Yhtiön vastuulla on tehdä pesäero niihin informaatioihin, jotka lokeroituvat luonteensa perusteella sisäpiiritiedoksi ja niihin, jotka voidaan pitää normaaleina yrityssalaisuuksina.

---

<sup>33</sup> FIVA Finanssivalvonta markkinat-tiedote 5/2016, s. 2

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kompastuskivi on tiedottamisen asiasisällön sekä tiedotuskanavien hyväksyttävyyden tulkinnanvaraisuus. Helsingin Pörssi<sup>34</sup>, MAR ja ESMA antavat ohjeellisia listauksia niistä tiedoista, jotka on viipymättä julkaistava. Ei ole olemassa kuitenkaan täysin tyhjentävää listaa, mitkä ovat ne tiedot, jotka ovat julkistettava. Tällaista tyhjentävää listausta ei voikaan olettaa lainsäätäjän tekevän. Painoarvoa annetaan lain sanamuodoille ja yrityksen itsesääntelylle. Sisäpiiritiedosta tiedottaminen ei myöskään edellytä mitään tiettyä kanavaa tai tiedotusvälinettä<sup>35</sup>. Sisäpiiritietoa tulee arvioida aina erillisenä kunkin yksittäistapauksen kannalta, mutta kuitenkin ottamalla huomioon yhtiön aiempi tiedotuspolitiikka sekä se, onko vastaavanlaisella tiedolla ollut aiemmin olennainen ja huomattava vaikutus hintoihin. Johdonmukaisuutta on vaalittava, mutta samalla on pidettävä huoli, että jokainen yksittäinen tieto tai tietojen kokonaisuus arvioidaan aina sisäpiiritiedon määritelmän ja MAR: n 17 artiklan mukaisesti.

MAR :n 17 artiklan tuoman muutosten myötä, liikkeellelaskijoiden on tarpeellista tarkastella omia tiedotusprosessejaan kokonaisuutena. Tarkoituksenmukainen epämääräisyys viestinnässä on vastoin hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Epämääräisyyden ja epäeettisyyden välttämiseksi yrityksen on oltava perillä sääntelystä tiedonannossa, sekä tehdä selkeä sijoittajaviestintästrategia, jotta jatkuva tiedonanto olisi johdonmukaista.

Sijoitusmarkkinat ovat muuttuneet hyvin markkinaehtoisiksi ja etenkin yksityisiä sijoittajia houkutellaan markkinoinnin keinoin. Virallisia tiedotteita ei kuitenkaan saisi sekoittaa markkinointimielessä tuotettuun aineistoon. Medialisoituneessa globaalissa taloudessa markkinointi on ottanut jalansijaa yhä useammilla markkinoilla, eikä rahoitusmarkkinat ole tästä poikkeus.

### 3.4 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Säännökset liikkeellelaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta muodostavat melko kattavan sääntelykehikon turvaamaan arvopaperimarkkinoiden tehokasta toimintaa informaatioepätasapainon aiheuttamilta häiriöiltä. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

---

<sup>34</sup> Ks. Nasdaq Helsinki Oy, Helsingin Pörssin säännöt, s. 33 Esimerkkejä mahdollisista sisäpiiriä sisältävistä tilanteista.

< <https://www.nasdaq.com/docs/PÖRSSIN%20SÄÄNNÖT%204.6.2019.pdf>>

<sup>35</sup> Annola 2007, s. 720

perustuu siihen samaiseen arvopaperimarkkinoiden lähtökohtaan, että liikkeeseenlaskijalla on lain velvoittama tehtävä huolehtia siitä, että sijoittajilla ja muilla markkinatoimijoilla on riittävät, oikeat ja ajantasaiset tiedot käytettävissään tehdäksään perusteltuja sijoituspäätöksiä<sup>36</sup>.

Säännöllistä tiedonantovelvollisuutta tarvitaan osaksi pörssiyhtiön tiedonantovelvoitteita, sillä se muodostaa raamit vuositason annettavalle informaatiolle arvopaperimarkkinoille. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus toimii kuin taulun kehyksinä, jotka määrittävät ne säännölliset vähimmäisvaatimukset, joita yhtiön on annettava markkinoille. Kehysten sisällä oleva tietoa täydentää jatkuvat tiedonantoperiaatteet. Kehykset ovat kaikille toimijoille yhtä laajat ja tarkasti rajatut. Näistä ei voi poiketa missään olosuhteissa. Kehysten sisällön (jatkuva tiedonantovelvollisuuden) säännökset ovat yhtäläillä säännelty, mutta siitäkin huolimatta siellä on näkyvissä erilaisia variaatioita. Taulun sisältöön liittyy enemmän tulkinnanvaraisuuksia ja toimijan omia valintoja. Valinnat tuovat myös aina mukanaan riskin moraalaisesta väärinajautumisesta.

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tarpeellisuutta arvioitaessa on otettava huomioon ylipäättään tiedonantovelvollisuudelle asetetut tavoitteet. Jotta informaatioepäsymmetriaa saataisiin pienennettyä, tulisi toimintaympäristön olla mahdollisimman tasapuolinen kaikille markkinatoimijoille. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus tekee tiedottamisesta tasapuolisempaa, kun kaikkia toimijoita veloitetaan julkistamaan vuosiraporttinsa tiukasti määriteltyjen aikaraamien puitteissa. Sijoittajan tehokkaan toiminnan kannalta, erityisesti juuri säännöllinen tiedottaminen alentaa hankkimiskustannuksia. Sijoittaja voi sujuvasti vertailla eri toimijoiden raportteja, kuten tilinpäätöksiä ja voi luottaa siihen että ne ovat niin reaaliaikaisia kuin säädökset vaativat.<sup>37</sup> Mikäli säännöllistä tiedonantovelvollisuutta ei olisi, se aiheuttaisi sijoittajalle valtavasti hankkimiskustannuksia, sillä hänen pitäisi selvittää koska kukin liikkeellelaskija julkistaa tulostietojaan. Tietojen julkistusajankohdan mielivaltaisuus tekisi hallaa vertailukelpoisuudelle ja tehokkaalle sijoitustoiminnalle. Säännöllinen tiedonanto tukee sitä lähtökohtaa, että sääntelyn tulee edistää markkinoiden avoimuutta. Sääntömääräiset raportit ovat erittäin luotettavia tiedonlähteitä sijoittajille. Tämä on omiaan lisäämään markkinoita kohtaan tunnettua luottamusta<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Häyrynen – Kajala, 2013. s. 159

<sup>37</sup> Huovinen, 2004. s. 7-8

<sup>38</sup> HE 32/2012



Säännöllinen tiedonantovelvollisuus palvelee sijoittajaa ja sääntelystä käy ilmi että se on tehty sijoittajan oikeudet turvaamalla. Säännöllisellä tiedottamisella on kuitenkin myös yhtiölle itselleen ja sen sisäisille sidosryhmille rutkasti hyötyä. Säännelty tiedottaminen pitää huolen siitä, että tilinpäätökset ja tuloksen julkistaminen tulee tehdyksi ajallaan ja säännöllisesti. Yrityksen ylimmällä johdolla, kuten talousjohdolla on hyvin ajantasaiset tiedot yhtiön taloudellisesta tilasta, mutta monesti ison yhtiön muilla alemmilla tasoilla nykytilasta ei olla välttämättä täysin tietoisia. Tämä voi olla myös tarkoituksenmukaista yhtiön puolesta, esimerkiksi konkurssiuhan alla, kun henkilöstöä ei haluta pelotella mahdollisilla uhkakuvilla. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistaminen toimii näin myös tärkeänä informaatiokanavana yhtiön sisäisille sidosryhmille. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus palvelee sijoittajia, mutta myös muita sidosryhmiä.

Sääntely liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta on ollut jo ensimmäisessä arvopaperimarkkinalaissa ja pysynyt tähän päivään melkein sellaisenaan. Pieniä teknisiä muutoksia siihen on tehty ja yrityksen koko huomioiden tehty muutoksia. Nämä tehdyt muutokset palvelevat yrityselämää sujuvoittamalla hallinnollista taakkaa. Lisäksi muutoksia tehtiin silmällä pitäen kansainvälistyneitä finanssimarkkinoita. Tavoitteena on taata suomalaisille liikkeellelaskijoille yhtäläiset oikeudet olla mukana pääomamarkkinoilla.<sup>39</sup>

Konkreettiset muutokset ensimmäiseen arvopaperimarkkinalakiin (26.5.1989/495, myöh. VAML) verrattuna koskevat neljännesvuosikatsauksen julkistamista sekä yhtiön tulevaisuuden näkymistä raportointia. VAML :n neljännesvuosikatsaus tuli laatia kaikkien sellaisten yhtiöiden, joiden markkina-arvo on vähintään 75 miljoonaa euroa. Voimassa olevan AML :n mukaan markkina-arvon kynnystä on nostettu 150 miljoonaan euroon. Ennen yhtiöt sijoittivat näkemyksensä ja perustellun arvionsa tulevaisuudennäkymistä näihin osavuositarkastuksiin. Jatkossa tulevaisuudennäkymiä käsiteltäisiin ainoastaan toimintakertomuksissa.<sup>40</sup>

Nimensä mukaisesti säännöksissä säännellään säännöllisestä tiedottamisesta. Helsingin Pörssin sääntöjen mukaan liikkeellelaskijan säännöllisesti julkaistavia taloudellisia raportteja ovat: puolivuositarkastus, tilinpäätös sekä siihen liitettävä toimintakertomus. Lisäksi säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen lukeutuviksi raporteiksi voidaan nimetä

---

<sup>39</sup> HE 32/2012

<sup>40</sup> Häyrynen – Kajala, 2013 s. 202

tilinpäätöstiedote sekä tilintarkastuskertomus.

Pörssin säännöissä korostetaan että tiedot julkistaessa, ne on tehtävä tavalla, joka on omiaan lisäämään sijoittajien tasapuolista kohtelua. Raportit on julkaistava niin, että ne ovat tasapuolisesti ja nopeasti kaikkien saatavilla. Pörssiyhtiön on julkaistava internetsivuillaan ja säilytettävä niitä siellä vähintään kymmenen vuoden ajan. Näin taataan myös vertailukelpoisuus menneisiin vuosiin nähden. Lisäksi raportit on toimitettava tiedotevarastoon, finanssivalvonnalle sekä pörssille.<sup>41</sup>

Monille sijoittajille vuosikatsaukset ja tilinpäätöskertomukset toimivat relevanttina tietolähteenä sijoituspäätösten pohjalle. Siksi raporttien julkaisuajankohdan täytyy olla ennustettavissa. Sen tulee olla sijoittajien saatavissa samanaikaisesti, jotta voidaan tältä osin kumota markkinoilta tiedollisen etumatkan mahdollisuutta. Nykyään säännöllisen tiedonantovelvollisuuden raportit on julkaistava sähköisesti, sillä pelkästään esimerkiksi sanomalehteen painettu tieto tulisi eriaikaisesti eri paikkoihin eri sijoittajille. Tiedon nopeutta ja markkinoinnin reagointia kuvaa hyvin se, kun pörssiyritys julkistaa vuosituloksen julkistuksen yhteydessä tilinpäätöstiedotteen, niin tiedotteen alun perusteella tehdään jo muutamissa sekunneissa ensimmäiset kaupat<sup>42</sup>. Siksi myös tiivistelmän kielellisillä valinnoilla on suuri merkitys tuloksen tulkinnassa.

---

<sup>41</sup> Nasdaq Helsinki Oy, Helsingin Pörssin säännöt, kohta 2.3.2.1

<sup>42</sup> Kuronen 2012, s. 58

## 4 JULKISTA TIETOA VAI SISÄPIIRITIETOA, JULKISTAMISKANAVAN ARVIOINTIA

### 4.1 Markkinahuista

Arvopaperimarkkinat, erityisesti osakemarkkinat ovat luonteeltaan äkkipikaiset ja jatkuvasti muuttuvat. Osakkeiden vaihdanta tapahtuu erittäin nopealla tempolla. Jotta transaktioilla saavutettaisiin haluttua tulosta, on markkinatoimijoiden tehtävä nopeita päätöksiä. Nopean päätöksenteon tueksi ei ole aina mahdollista selvittää tarkoin kaiken markkinainformaation todenperäisyyttä. Tämän vuoksi myös markkinahuhut ovat isossa roolissa arvopaperimarkkinoilla ja huhuilla on suoraan merkittävä vaikutus markkinatoimijoihin.<sup>43</sup> Arvopaperien vaihdantaan liittyvät sijoituspäätökset perustuvat hyvin kirjavaan joukkoon erilaista informaatiota, jota saadaan eri lähteistä. Sijoittajat eivät suinkaan perusta päätöksiään vain liikkeellelaskijan julkistamiin tietoihin, vaan uskottavuudeltaan vaihteleviin lähteisiin. Informaatio voi olla tyypiltään vahvistettua faktatietoa, spekulatio, ennuste tai silkkaa huhua.<sup>44</sup> Markkinahuu voi myös olla luonteeltaan sisäpiiritietoa, jolloin tietoon kohdistuu julkistamisvaatimuksia.

Arvopaperimarkkinoilla voi olla liikkeellä tietoa, joka on luonteeltaan huhu. Tässä kontekstissa huhulla tarkoitetaan markkinoilla liikkuvaa tietoa, jonka todenperäisyydestä ei ole taetta. Tämä johtuu useimmiten siitä, että informaation lähde ei ole tiedossa, eikä siksi ei voida varmuudella tietää markkinahuhun informatiivisia perusteita<sup>45</sup>. Huhun luonteeseen kuuluu myös se, että jälkikäteen voidaan todeta informaation olleen epätosi. On myös mahdollisuus, että huhun sisältämä tieto on totta ja se muodostaa riittävän merkityksellisen ja täsmällisen tiedon jostakin liikkeellelaskijasta. Sillä tämä mahdollisuus on olemassa, on oleellista myös tutkia huhun suhdetta arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuuteen. On hyvä pitää mielessä sisäpiiritiedon määritelmän periaate, jonka mukaan arvopaperin arvoon vaikuttava tieto on sisäpiiritietoa, kunnes se julkistetaan tai *tulee muutoin julkiseksi*<sup>46</sup>.

Arvopaperimarkkinoiden informaatioon liittyvä sääntely toimii parhaiten silloin, kun

---

<sup>43</sup> Rose 1951. s. 1

<sup>44</sup> Annola 2011, s. 1376

<sup>45</sup> Annola 2005, s. 289

<sup>46</sup> Annola 2007, s. 720

selkeästi tiedetään kuka on informaation haltija<sup>47</sup>. Esimerkiksi säännöllisen tiedonantovelvollisuuden säädökset ovat yksiselitteisesti kohdennettu liikkeellelaskijan informointivelvoitteeseen omasta toiminnastaan. Huhujen kommentoinnissa on kyse monesti jonkin toisen tahon tuottaman informaation vahvistamisesta taikka kumoamisesta. Huhujen kommentointia ei kuitenkaan voi täysin ohittaa, sillä niiden ollessaan paikkansa pitäviä markkinoiden informaatioepätasapaino järkkyy pahasti. Sisäpiiritiedon väärinkäytön kriteerit täytyisivät helposti, mikäli liikkeellelaskijaa ei velvoitettaisi ottamaan kantaa tietovuotoihin tai huhuihin, varsinkin jos tieto toteutuessaan vaikuttaa olennaisesti arvopaperin arvoon. Sillä ei ole väliä, muuttuuko rahoitusvälineen hinta tosiasiallisesti, joten mahdollisuus tähän riittää<sup>48</sup>. On myös huomioitava, että läheskään aina osakemarkkinoiden huhut, eivät vaikuta täysin suoraviivaisesti hintoihin. Läheskään aina ei voida laskennallisesti suoraan osoittaa tietyn huhun suoraa vaikutusta esimerkiksi osakkeen hinnannousuun tai laskuun, vaikka huhujen vaikutus markkinoihin on osoitettavissa ja todennettavissa.<sup>49</sup>

## 4.2. Markkinahuhun sääntely arvopaperimarkkinoilla ja sen suhde tiedonantovelvollisuuteen.

Ennen MAR :n voimaantuloa 2016 ei lainsäädännöstä löytynyt sääntelyä markkinahuhuista tässä sanamuodossaan. Arvopaperimarkkinalaissa ei ole mainintaa markkinahuhuista tai niiden julkistamissäännöistä.

Vielä ennen MAR :n implementointia AML :ssa katsottiin, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluu ainoastaan ne tiedot, jotka ovat lähtöisin ja koskevat välittömästi liikkeellelaskijaa. Tämän vuoksi liikkeellelaskijaan ei myöskään kohdistunut velvoitteita ottaa kantaa markkinahuhuihin, siitäkkin huolimatta että niissä oli mahdollisuus vaikuttaa arvopaperin arvoon.<sup>50</sup> Taustalla oli ajatus siitä, ettei pääomamarkkinoiden toimijoihin kohdistettaisi kohtuuttomia vaatimuksia, joka vaikeuttaisi markkinoiden toimivuutta. Siksi liikkeellelaskijoita ei haluttu rasittaa liiallisella ja tarpeettoman laajalla tiedonantovelvollisuudella.<sup>51</sup>

---

<sup>47</sup> Annola 2011, s. 1377

<sup>48</sup> Nasdaq OMX Helsinki, Pörssin säännöt Osa D 3.1.2

<sup>49</sup> Rose 1951, s. 468

<sup>50</sup> Annola 2011, s. 1379. Ks. HE 137/2004, s. 51

<sup>51</sup> HE 32/2012, s. 75

Oikeustila markkinahuhujen osalta on muuttunut MAR :n käyttöönoton myötä, kun AML 6. luvun jatkuva tiedonantovelvollisuus kumottiin MAR :n säännöksillä. Muutoksen myötä tiedonantovelvollisuus on kiristynyt ja laajentunut myös koskemaan soveltuvin osin muita, kuin suoraan liikkeellelaskijan tuottamaa informaatiota markkinoille. Sääntelyn kiristymisen taustalla on vuosituhannen alun finanssikriisi ja tämän sivutuotteena tullut epäluottamuksen lisääntyminen arvopaperimarkkinoilla. Lisäksi MAR :ssa viitataan tiedonkulun nopeuteen ja informaatioteknologian kehittymiseen, joka on omiaan lisäämään informaationsääntelyn tarvetta.

Nykylainsäädännössä markkinahuhusta säännellään MAR :n 12. artiklassa sekä 17. artiklassa. Lisäksi viranomaisten suosituksissa huhu yhtenä sisäpiiritiedon lajina mainitaan nykyisin. Helsingin Pörssin säännöissä mainitaan että myös markkinahuhu tai tietovuoto voi aiheuttaa sisäpiiritiedon syntymisen<sup>52</sup>. MAR :n 12. artiklan sääntely koskee markkinoiden manipulointia. Markkinoiden manipulointi määritellään MAR :ssa seuraavasti:

Rahoitusvälineiden manipulointi tai manipuloinnin yritys voi myös tapahtua levittämällä vääriä tai harhaanjohtavia tietoja. Väärien tai harhaanjohtavien tietojen levittämisellä voi olla tuntuva vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin suhteellisen lyhyellä aikavälillä. Kyse voi olla ilmeisen väärän tiedon keksimisestä, mutta myös tosiasioiden tahallisesta julkistamatta jättämisestä tai tietoisesti epätarkan tiedon julkistamisesta.

MAR 12. artiklan 1. C kohdassa kieltoprevention tapaan kielletään liikkeellelaskijaa antamasta markkinoille huhuja, jotka ovat omiaan johtamaan sijoittajia tai muita toimijoita harhaan. Tämä liittyy markkinoiden manipulointikiellon kokonaisuuteen.

Artikla 17 liittyy itse sisäpiiritiedon julkistamisvaatimuksiin. Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen liittyvän lykkäämisperusteisiin on liitetty kohta, jonka mukaan myös tilanteet joissa jokin huhu liittyy selvästi liikkeellelaskijaa koskevaan sisäpiiritietoon, tieto on julkistettava, jos sen luottamuksellisuutta ei pystytä takaamaan (17. Artikla, kohta 7). Nämä säännökset sääntelevät yhtäältä sitä, mitä jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta ja arvopaperimarkkinoiden hyvän tavan noudattamisesta yleisesti säännellään. Asetusta on tulkittava niin, että markkinahuhun kommentointi liittyy vain liikkeellelaskijan omiin julkaisemattomiin tietoihin. Asetuksessa ei oteta kantaa, kuinka liikkeellelaskijan tulee

---

<sup>52</sup> Nasdaq OMX Helsinki, Pörssin säännöt Osa D 3.1.2

toimia suhteessa markkinahuhuihin, jotka ovat lähtöisin toisaalta.

Markkinahuhut ovat luonteeltaan informaatiota, joiden syntyyn ja liikkumiseen liikkeellelaskija ei läheskään aina voi vaikuttaa, sillä ne syntyvät jonkun muun toimesta. Sellaisenkin, kuka ei ole suoranaisesti sisäpiiriläinen. Mikäli markkinahuhun lähettä ei tiedetä, toisin sanoen se ei ole tietovuoto liikkeellelaskijalta itseltään, niin markkinahuhujen todentaminen tai kumoaminen jää siis pitkälti itsesääntelyn varaan. MAR :ssa ei myöskään anneta liikkeellelaskijoille velvollisuutta vastata spekulatioihin tai markkinahuhuihin, jos niillä ei ole todellisuus pohjaa. Lähtökohtaisesti liikkeellelaskijaa ei ole velvoitettu ottamaan kantaa muihin markkinahuhuihin, kuin sellaisiin jotka tietovuodon kautta tai muutoin ovat päässeet markkinoilla etuajassa ja ovat paikkansapitäviä.<sup>53</sup>

Kuten lailla on tapana, sen piirissä säännellään vain vähimmäisvaatimuksista, joita kaikkien on noudatettava, näin myös markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa. Pörssiyhtiöt voivat kuitenkin tahtoessaan antaa markkinoille informaatiota lain vähimmäisvaatimuksia laajemmin.<sup>54</sup> Liikkeellelaskijan tiedottamisstrategian mukaisesti, yhtiöllä voi olla tapana kommentoida siitä liikkuvia olennaisia markkinahuhuja, jotka ovat relevantteja myös arvonmuodostuksen puolesta. Yritysviestintä on strategista viestintää, mutta sen keinoin ei saa johtaa sijoittajia harhaan. Mikäli strategiaan kuuluu markkinahuhujen kommentointi, on yhtiön tiedonantopolitiikan oltava tässä tapauksessa ehdottoman johdonmukaista, jotta sijoittajat voivat objektiivisesti tulkita tiedotteita.<sup>55</sup> Helsingin Pörssin sisäpiiriohjeistuksessa myös kehoitetaan liikkeellelaskijaa johdonmukaisuuteen tiedottamiskäytännöissä. Säännöissä kehoitetaan peilaamaan tilannetta vastaavanlaisiin aiempiin tilanteisiin. Mikäli yhtiö on katsonut että vastaavanlaisella tiedolla on aiemmin ollut merkitystä ja siitä on tiedotettu, niin samankaltaisissa uusissa tilanteissa tulee menetellä samoin.<sup>56</sup>

Luotettava ja johdonmukainen sijoittajaviestintä auttaa sijoittajia luottamaan arvopaperimarkkinoihin. Monien pörssiyhtiöiden sivuilta löytyy heidän tiedonantopolitiikan periaatteet. Yleisten periaatteiden on noudatettava lainsäädäntöä, valtiovarainministeriön asetuksia sekä FIVA :n ja pörssin sääntöjä sekä muita viranomaismääräyksiä. Yhtiö voi kuitenkin tämän yhteydessä esimerkiksi kommentoida suhtautumistaan

---

<sup>53</sup> Annola 2011, s. 1379

<sup>54</sup> Annola 2011, s. 1380

<sup>55</sup> Kuronen 2012, s. 58

<sup>56</sup> Nasdaq OMX Helsinki, Pörssin säännöt Osa D 3.1.2

markkinaspekulaatioihin ja niistä tiedottamiseen. Esimerkiksi Robit Oy ottaa tiedonantopolitiikassaan kantaa huhuihin seuraavasti: ”Robit ei kommentoi markkinahuhuja. Mikäli Yhtiön johto arvioi, että markkinahuhulla on todennäköisesti huomattava vaikutus Robitin Rahoitusvälineen hintaan, se voi kuitenkin harkita tiedotteen julkistamista oikaistakseen väärän tai harhaanjohtavan tiedon tai antaakseen markkinoille tasapuolisesti oikeaa tietoa.”<sup>57</sup>

Lopuksi voidaan päätellä, että nykysääntelyn mukaan markkinahuu on sisäpiiritietoa niin kauan kunnes liikkeellelaskija on täyttänyt tiedon julkistamisen velvollisuutensa. Huomionarvoista on, että ollakseen sisäpiiritietoa sen on kuitenkin lisäksi täytettävä muut sisäpiiritiedon vaatimukset, jotka yllä käsiteltiin. MAR :ssa sekä viranomais määräyksissä markkinahuuun otetaan kantaa vain tapauksissa, joissa informaatio on liikkeellelaskijasta lähtöisin sekä markkinahuhun totuusarvo täyttyy. Sääntely on epäselvää ja puutteellista tapauksissa, joissa markkinahuu on syntynyt muiden markkinatoimijoiden puolesta. Näihin huhuihin liikkeellelaskijalla ei ole lain velvoittamaa tehtävää ottaa kantaa, mutta velvoite voi syntyä yrityksen oman tiedonantopolitiikan kautta. Informaatioepätasapainon vähentämisessä ja sisäpiiritiedon julkisuuden aukkokohtissa suuressa roolissa ovat yhtiöiden itsesääntely sekä selkeät objektiiviset tiedottamisen käytännöt. Harkinnassa voidaan aina palata AML yleisiin säännöksiin harhaanjohtavien tietojen kiellosta.

### 4.3 Media informaatiokanavana

Sisäpiiritiedon saatavuuskriteeriin mukaan sisäpiiritieto on tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa. Tieto voi olla julkistettu, mutta rajallinen levinneisyys voi vielä synnyttää sen informaatioepätasapainon, johon ongelman ydin liittyy.<sup>58</sup> Rajallinen levinneisyys voi liittyä valittuun tiedostuskanavaan tai epäonnistuneeseen tiedottamiseen. Liikkeellelaskijoiden pitäisi toimia aina niin, että markkinoiden toimintaa edistetään luotettavalla tavalla ja siksi epäeettisiin tiedon julkistapoihin tulisi saada selvyyttä.

---

<sup>57</sup> Ks. Robit Oy Tiedonantopolitiikka 2020:

<<https://www.robitgroup.com/investor/hallinnointi/tiedonantopolitiikka/>>

<sup>58</sup> Annola 2007, s. 720

Sisäpiirisääntelyn julkistamista voi kutsua välineneutraaliksi<sup>59</sup>. Tämä johtuu siitä, ettei MAR :ssa tai AML :ssa liioin mainita jatkuvan tiedonantovelvollisuuden soveltuvia julkistamisvälineitä. Sisäpiiritiedot on julkistettava, jotta vältetään väärinkäytöksiltä, mutta ei ole tyhjentävästi lueteltu miten ja missä tämän julkistamisen on tapahduttava. Sääntelyä voidaan tulkita niin, että informaation julkistaminen voi tapahtua siis suullisesti taikka kirjallisesti. Tieto voidaan julkistaa muun muassa tiedotteella, tiedotustilaisuudessa tai muutoin median avulla<sup>60</sup>. Vaikka julkistaminen näyttää olevan välineneutraalia, voi ohjeena pitää MAR :n 17. artiklan 1. kohtaa, jonka mukaan:

Liikkeeseenlaskijan on varmistettava, että sisäpiiritieto julkistetaan siten, että yleisöllä on nopea pääsy kyseiseen tietoon ja että tietoa voidaan arvioida perusteellisesti, asianmukaisesti ja oikea-aikaisesti yleisön keskuudessa

Nopealla pääsyllä viitataan rationaalisesti sähköiseen tiedotuskanavaan, kuten yhtiön verkkosivuihin. Tästä ei voida kuitenkaan muodostaa johtopäätöstä, että tiedotuskanavan on oltava sähköisesti saatavilla ollakseen riittävän nopea ja asianmukainen.

Saatavuuskriteeriä ja julkistamiskanavaa voi arvioida korkeimman oikeuden ratkaisun KKO 2006:110 avulla, joka käsittelee sisäpiiritiedon väärinkäyttöä, muun muassa arvioimalla saatavuuskriteeriä ja julkistamistapoja. Arvioidaan tässä lyhyesti julkistamiskanavia siitä näkökulmasta, että olivatko julkistamistavat riittävän tehokkaita, jotta ne poistaisi sisäpiiritiedon määritelmän siltä saatavuuskriteerin osin.

KKO 2006:110. Vakuutusyhtiö A:n pääjohtajalla oli tieto yhtiössä valmisteilla olevasta suunnitelmasta, joka tähtäsi pankki- ja vakuutusalan kannalta merkittäviin rakennejärjestelyihin vakuutusyhtiö B:n kanssa ja johon sisältyi tavoite hankkia huomattava määrä vakuutusyhtiö C:n omistamia B:n osakkeita. Markkinoilla oli tieto, että A oli tehnyt C:lle neuvottelutarjouksen yhteistoiminnasta ja että eräät muutkin yhtiöt olivat ilmoittaneet kiinnostuksensa yhteistyöhön C:n kanssa ja myös sen omistamiin B:n osakkeisiin. Kysymys siitä, oliko pääjohtaja syyllistynyt sisäpiiritiedon väärinkäyttöön ostaessaan lähipiirilleen B:n osakkeita.<sup>61</sup>

Syyttäjä vaati vakuutusyhtiö A:n johtajalle tuomiota sisäpiiritiedon väärinkäytöstä, sillä johtaja oli hankkinut yhtiö B:n osakkeita lähipiirilleen. Tapauksessa arvioidaan siis sitä, syyllistykö A:n johtaja kauppoja tehdessään rikokseen, vai oliko tieto jo markkinoiden

---

<sup>59</sup> Annola 2007, s. 720

<sup>60</sup> Kurenmaa 2003, s. 113

<sup>61</sup> Korkein oikeus – Ennakkopäätökset <<https://finlex.fi/fi/oikeus/kko/kko/2006/20060110>>



saatavilla ja näin julkista tietoa. Tapauksessa käy ilmi, että yhtiöiden välisistä rakennejärjestelyistä oli annettu informaatiota julkisuuteen eri tavoin ennen A:n toimia. Informaatiokanavia olivat yhtiön oma pörssitiedote sekä toimitusjohtajan lehtihaastattelu, joissa sivuttiin aihetta. Lisäksi lehdistössä oli spekuloitu kyseisten yhtiöiden rakennejärjestelyitä.

Tapauksessa osa tietoa oli julkistettu pörssitiedotteena. Tämän merkitys julkistamiskanavana on selvä, pörssitiedotteella informoitu asia menettää sisäpiiritiedon aseman. Mielenkiintoisempaa on tarkastella sanomalehden roolia informaatiokanavana. Lähtökohtana arvioinnissa on muistettava informaatioasymmetrian tuoma epätasa-arvo. Voidaanko siis katsoa että lehtihaastattelu on riittänyt siihen, että tieto on markkinoiden käytettävissä tasaisesti ja asiallisesti. Painetun lehden osalta tähän vaikuttaa lehden tyyppi, mediakatto sekä saatavuus. Tässä tapauksessa KKO katsoi, että tieto oli tullut markkinoilla julkiseksi lehtijuttujen myötä, sillä lehtihaastattelun kerrotut tiedot olivat julkaisuhetkellä menettäneet sisäpiirin aseman. Tämä ennakkoratkaisu antaa siis tulkita, että myöskin julkaiseminen lehdessä riittää nopeaksi ja asianmukaisesti julkaisukanavaksi. KKO:n tapauksen pohjalta voidaan tulkita, että ainakin valtakunnalliset lehdet ovat riittävän tehokkaita informaatiokanavia, jotka poistavat sisäpiiritiedon saatavuuskriteerin. Sisäpiiritiedon poistumisessa on kuitenkin otettava huomioon aina kokonaisarviointi.

Liikkeellelaskijan kannattaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden suhteen käyttää maltillisesti mediaa, sillä kaikissa tapauksissa yhtiön ulkopuolisen median kautta tuotettu informaatio ei aina poista sisäpiiritiedon määritelmää. Finanssivalvonnan sisäpiiriohjeistuksen mukaan ”liikkeellelaskijan on julkistettava säännellyt tiedot tavalla, joka mahdollistaa niiden tehokkaan ja nopean saannin ketään syrjimättä.”<sup>62</sup> Tiedotusvälineiden valinnassa painotetaan mahdollisimman laajaa levikkiä. Lisäksi markkinoiden informoinnin lisäksi tiedot on toimitettava säännellyn markkinan ylläpitäjälle sekä finanssivalvonnalle.<sup>63</sup>

Huomioitava on myös, että sisäpiiritieto voi lakata olemasta myös niissä tapauksissa, joissa katsotaan että tieto on levinnyt tarpeeksi laajalle joukolle. Tämä poikkeaa hiukan liikkeellelaskijan omista tiedottamisvelvollisuuksista ja julkaisukanavien

---

<sup>62</sup> FIVA Finanssivalvonta, liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus

<sup>63</sup> FIVA Finanssivalvonta liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus

julkistamisvaatimuksista. Markkinoiden saatavissa –sanaparia on tässä tulkittava hyvin laajasti ja niin, että informaatioepätasapaino on tosiasiallisesti poistunut suurelta joukolta. Laajalle, mutta edelleen jotenkin suljetulle joukolle levinnyttä sisäpiirintietoa ei tule tulkita markkinoilla saatavilla olevaksi<sup>64</sup>. Tästä esimerkkinä voisi mainita sosiaalisen median kanavat. Sosiaalisen median julkaisut ovat usein täysin avoimia ja julkisia, mutta kaikkien sijoittajien ei voida olettaa olevan sosiaalisessa mediassa. Myös FIVA ottaa kantaa sosiaalisen median julkaisuihin toteamalla että yksinomaan sosiaalisen median kautta tehty informointi ei täytä vielä sisäpiiritiedon julkistamisen edellytyksiä<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> Knuts 2011, s. 69

<sup>65</sup> FIVA Finanssivalvonta, liikkeellelaskijan tiedonantovelvollisuus

## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Arvopaperimarkkinoilla on valtavasti informaatioon liittyvää sääntelyä. Arvopaperimarkkinoilla informaatioepätasapaino aiheuttaa epäsuotuisia vaikutuksia, kuten luottamuksen menetystä, sisäpiiritiedon väärinkäytöksiä sekä arveluttavaa eettistä toimintaa. Sijoittajien tulisi voida luottaa siihen, että riskit kohdistuvat itse arvopaperisäästämisen, eivätkä markkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen eettisesti epäilyttäviin toimiin<sup>66</sup>.

Euroopan arvopaperimarkkinoita yhdistämään ja harmonisoimaan luotu markkinoiden väärinkäyttöasetus MAR pyrkii osaltaan minimoimaan informaation väärinkäyttötilanteita. MAR :n lisäksi Suomessa sisäpiirisääntelyä ohjaa AML sekä arvopaperimarkkinoiden valvontaorganisaatiot, kuten FIVA sekä Helsingin Pörssi. Pohjimmiltaan sisäpiiritiedossa on kyse siitä, että jollain on sellaista arvokasta tietoa, jota ei ole toisella.

Voimassa oleva sääntely antaa kattavan välineistön sisäpiiritiedon hallitsemiseen yhtiöissä. Voidaan kuitenkin todeta, että sisäpiiritiedon säännökset, esim. julkistamisstandardit koskien julkaisukanavaa eivät ole täysin tyhjentäviä. Näissä tilanteissa on käytettävä harkintaa ja tarvittaessa peilata tilannetta aina AML 1. luvun yleisiin säännöksiin, joiden mukaan markkinoilla ei saa antaa harhaanjohtavia tietoja taikka menetellä muutoin hyvän tavan vastaisesti. Sisäpiiritiedon sääntelyn viidakossa auttavat myös yhtiön oma viestintästrategia, hallinnointikoodi, moraaliset periaatteet sekä näiden johdonmukainen noudattaminen. Itsesääntelyllä täydennetään sääntelyä.

Arvopaperimarkkinoille tuo painetta reaali maailman kiihtyvä muutos. Haasteena on, miten sääntely pysyy uusien sijoitusinstrumenttien perässä (esim. kryptovaluutat), niin että laki ei jäisi kovin aukolliseksi tai tulkinnanvaraiseksi. Lisäksi informaatioteknologian räjähdysmäinen kasvu tuo haasteensa datan hallitsemiseen myös sisäpiiritiedon näkökulmasta. Liikkeellelaskijoiden tiedonantovaatimuksille, erityisesti sisäpiiritiedon nopealle julkistamiselle tuo tulevaisuudessa haasteita jatkuvasti lisääntyvät ja fragmentoituvat viestintäkanavat.

Tieto on valtaa, muttei sitä tule käyttää väärin. Informaatioepätasapainoa ei voida koskaan

---

<sup>66</sup> Häyrynen – Kajala, 2013, s. 17

täysin poistaa, mutta muuttuvassa maailmassa on tärkeää tutkia sääntelyä alati kehittyvien markkinoiden näkökulmasta. Jotta arvopaperimarkkinoiden luottamus pystytään turvaamaan myös tulevaisuudessa.