

Sisäpiiritiedon osatekijä – Olennaisuusvaatimus:

Tutkimus sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointiperusteista  
suomalaisen pörssiyhtiön näkökulmasta

Lapin Yliopisto  
Oikeustieteiden tiedekunta  
Kauppaoikeus  
Pro Gradu -tutkielma  
Khadar Ali Mohamed  
Y26018949  
Kevät 2025

## Lapin yliopisto

### Tiedekunta: oikeustieteiden tiedekunta

**Työn nimi:** Sisäpiiritiedon osatekijä – Olennaisuusvaatimus: Tutkimus sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointiperusteista suomalaisen pörssiyhtiön näkökulmasta

**Tekijä:** Khadar Ali Mohamed

**Koulutusohjelma/oppiaine:** kauppaoikeus

**Työnlaji:** Pro gradu -tutkielma

**Sivumäärä:** XV + 80 + 4 liitettä

**Vuosi:** 2025

**Tiivistelmä:** Tutkielmassa tarkastellaan sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimusta arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta, erityisesti suomalaisen pörssiyhtiön jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kannalta. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, millaisia seikkoja liikkeeseenlaskijan on otettava huomioon arvioidessaan, täyttääkö jokin tieto markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 7 artiklan mukaisen olennaisuusvaatimuksen ja miten järkevän sijoittajan testi ohjaa tätä arviointia.

Tutkimus on metodiltaan lainopillinen. Se yhdistelee teoreettista ja käytännöllistä lainoppia sekä empiiristä näkökulmaa, jossa analysoidaan neljän suomalaisen pörssiyhtiön (Nokia Oyj, Lehto Group Oyj, Nokian Renkaat Oyj, Nurminen Logistics Oyj) tiedottamista ja sitä seuranneita kurssireaktioita. Tutkimuksessa nojataan ensisijaisesti EU-oikeuteen, kansalliseen lainsäädäntöön, oikeuskäytäntöön ja oikeuskirjallisuuteen, arvopaperimarkkinaviranomaisen tulkintaohjeisiin sekä itsesääntelynormistoon.

Tutkielmassa havaitaan, että sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen arviointi on oikeudellisesti tulkinnanvaraista ja käytännössä kontekstisidonnaista. Arviointi ei perustu vain tiedon sisältöön, vaan siihen, kuinka todennäköisesti järkävä sijoittaja käyttäisi kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä perustana. Järkävä sijoittaja hahmotetaan harkitsevana ja taloudellisesti valistuneena toimijana, joka arvioi tietoa suhteessa omiin tavoitteisiinsa. Pörssiyhtiön on arvioitava tiedon olennaisuutta kokonaisuutena suhteessa kaikkiin sisäpiiritiedon määritelmän osatekijöihin ja kulloinkin vallitseviin markkinaolosuhteisiin. Arviointi tehdään ennakkoon tilanteessa, jossa tieto ei vielä ole julkista, vaikka sen mahdollinen vaikutus rahoitusvälineen hintaan voi konkretisoitua vasta myöhemmin. Tämä ajallinen ulottuvuus tekee arvioinnista erityisen haasteellista. Tilannetta vaikeuttaa myös informaation epäsymmetria, sillä juuri

yhtiön johto, jolla on paras käsitys yhtiön sisäisestä tilanteesta, vastaa tiedon olennaisuuden arvioinnista sijoittajien näkökulmasta. Arvio edellyttää tasapainottamista yhtiökohtaisten erityispiirteiden ja markkinalähtöisen tulkinnan välillä. Arvioinnissa voidaan hyödyntää erilaisia tulkintaindikaattoreita, kuten aiempia hintareaktioita, analyytikoiden odotuksia ja yhtiön omia tiedonantokäytäntöjä.

Tutkielmassa havaitaan, että sisäpiiritiedon muodostuminen on vahvasti riippuvainen yhtiön toimialasta ja toimintaympäristöstä. Olennaisuus korostuu erityisesti silloin, kun tieto muuttaa merkittävästi aiempaa käsitystä yhtiön strategiasta, taloudellisesta asemasta tai toiminnasta. Tämä näkyy tarkastelluissa yhtiöissä niin, että sisäpiiritiedon vaikutus rahoitusvälineen hintaan on ollut suurin tilanteissa, joissa julkistettu tieto on muuttanut sijoittajien aiempaa käsitystä yhtiöstä.

**Avainsanat:** sisäpiiritieto, olennaisuusvaatimus, jatkuva tiedonantovelvollisuus, järkevä sijoittaja, markkinoiden väärinkäyttöasetus, pörssi-yhtiö

# SISÄLLYSLUETTELO

SISÄLLYSLUETTELO	III
LÄHTEET	IV
LYHENTEET	XV
<b>1 JOHDANTO</b>	<b>1</b>
1.1 TAUSTAA	2
1.2 KYSYMYKSENASETELU, RAJAUKSET JA KÄSITTEET	4
1.3 METODIT JA OIKEUSLÄHTEET	7
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE	8
<b>2 PÖRSSIYHTIÖLLE ASETETTU TIEDONANTOVELVOLLISUUS</b>	<b>9</b>
2.1 YLEISTÄ	9
2.2 TIEDONANTOVELVOLLISUUS SYNTYY PÖRSSIYHTIÖSSÄ	10
2.3 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS OSANA PÖRSSIYHTIÖIDEN TIEDONANTOVELVOLLISUUTTA	11
2.4 JATKUVAA TIEDONANTOVELVOLLISUUTTA KOSKEVAT PERIAATTEET	14
2.4.1 Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.	14
2.4.2 Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja	15
2.4.3 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen sijoittajien saatavilla	16
2.5 MUITA SÄÄNTELYN TAVOITTEITA	17
<b>3 SISÄPIIRITIEDON MUODOSTUMISEN ARVIOINTI</b>	<b>20</b>
3.1 SISÄPIIRITIEDON OSATEKIJÄT	22
3.1.1 Tiedon julkistamattomuusvaatimus	22
3.1.2 Tiedon täsmällisyysvaatimus	23
3.1.3 Tieto liittyy rahoitusvälineeseen tai liikkeeseenlaskijaan	27
3.1.4 Tiedon olennaisuus	29
<b>4 TIEDON OLENNAISUUSVAATIMUS JA SEN ARVIOINTI</b>	<b>30</b>
4.1 SISÄPIIRITIEDON OLENNAISUUSVAATIMUS PÖRSSIYHTIÖN TOIMINTAYMPÄRISTÖSSÄ	31
4.1.1 Pörssiyhtiöiden toiminnassa esiintyvät sisäpiiritiedoksi mahdollisesti luokiteltavat tapahtumat	35
4.1.2 Informaation epäsymmetria ja olennaisuuden arviointi pörssiyhtiöissä	38
4.2 SISÄPIIRITIEDON OLENNAISUUDEN ARVIOINNIN JÄRKEVÄN SISOITTAJAN TESTI	42
4.3 OLENNAISUUSVAATIMUKSEN TULKINTA JA SOVELTAMINEN OIKEUSKÄYTÄNNÖSSÄ	47
4.5 KATSAUS PÖRSSIYHTIÖIDEN ARVIOINTIIN TIEDON OLENNAISUUDESTA	57
4.5.1 Nokia Oyj	58
4.5.2 Lehto Group Oyj	62
4.5.3 Nokian Renkaat Oyj	66
4.5.4 Nurminen Logistics Oyj	69
4.5.5 Havainnot pörssiyhtiöiden tiedottamiskäytännöistä	73
<b>5 YHTEENVETO</b>	<b>76</b>
<b>LIITE I.</b>	<b>81</b>
<b>LIITE II.</b>	<b>83</b>
<b>LIITE III.</b>	<b>87</b>
<b>LIITE IV.</b>	<b>89</b>

## Lähteet

### Kirjallisuus

Aalto, Johan – Sahrakorpi, Anna: Hallitusmateriaalin jakaminen avustajalle sisäpiirisääntelyn näkökulmasta. *Defensor Legis* 2/2018, s. 149–166.

Aarnio, Aulis: *Tulkinnan taito – ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta*. Vantaa: Talentum Media 2006.

Airaksinen, M. – Alén-Savikko, A. – Bärlund, J. – Jauhiainen, J. – Kaisanlahti, T. – Kanervo, J. – Knuts, M. – Kuoppamäki, P. – Kymäläinen, S. – Mähönen, J. – Pihlajarinne, T. – Raitio, J. – Viitanen, K. – Villa, S.: *Yritysoikeus*. Helsinki: Alma Talent 2004 (päivittyvä julkaisu).

Annola, Vesa: Analyytikko ja sisäpiiritieto. Edilex 20.12.2002.

Annola, Vesa: *Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa*. Turku: Turun yliopisto 2005.

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

Craig, Paul – de Búrca, Gráinne: *EU Law. Text, Cases and Materials*. 5. painos. Oxford: Oxford University Press 2011.

Dittmar & Indrenius: *Pörssitiedottaminen*. Helsinki: Dittmar & Indrenius 2017.

Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2) 1970, s. 383–417.

Fama, Eugene F.: Efficient Capital Markets. *Journal of Finance* 46(5) 1991, s. 1575–1617.

Hirvonen, Ari: *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Helsinki: Helsingin yliopisto 2011.

Hoppu, Kari: *Sijoituspalvelusopimukset*. Helsinki: Talentum 2009.

Huovinen, Sakari: *Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista*. Helsinki: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 248, 2004.

Häyrynen, Janne: *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Helsinki: Suomalainen lakimiesyhdistys 2006.

Häyrynen, Janne: *Pörssiväärinkäytökset*. Helsinki: Lakimiesliiton Kustannus 2009.

- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Helsinki: Talentum 2013.
- Kalss, Susanne: *EU Market Abuse Regulation: A Commentary on Regulation (EU) No 596/2014*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing 2021.
- Kotiranta, Kai: *Sisäpiirintiedon syntyminen. Kontekstuaalinen tulkinta*. Helsinki: Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 319, 2014.
- Kotiranta, Kai: Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia. *Defensor Legis* 4/2015, s. 708–725.
- Kotiranta, Kai – Piippo, Jenna: Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen ja markkinoiden manipuloinnin konkurrenssiongelman. *Defensor Legis* 3/2020, s. 384–400.
- Kotiranta, Kai: Sisäpiiritiedon syntyminen – täsmällinen ja olennainen tieto. *Edilex* 30.7.2024.
- Knuts, Mårten: *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Helsinki: Talentum 2011.
- Knuts, Mårten – Norros, Olli: Rikos- ja vahingonkorvausoikeudellinen sääntely arvopaperimarkkinoiden ohjausvälineinä. *Lakimies* 7–8/2011, s. 1408–1427.
- Krause, Hartmut – Brellocks, Michael: Insider Trading and the Disclosure of Inside Information after *Geltl v Daimler*. *Capital Markets Law Journal* 8(3) 2013, s. 283–299.
- Kujala, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellosta – rikos ja EU-oikeudellinen näkökulma. Teoksessa: Lahti, Raimo – Kontinen-Di Nardo, Essi (toim.): *Kirjoituksia modernista rikosoikeudesta*. Helsingin hovioikeuden julkaisuja 2017, s. 225–250.
- Kurenmaa, Tero: *Sisäpiirintiedon väärinkäyttö*. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 244. Helsinki 2003.
- Lauriala, Jyrki: *Rahoitusstrategia: Modernin rahoitusoikeuden luomat mahdollisuudet*. Helsinki: WSOYpro 2008.
- Moloney, Niamh: *EU Securities and Financial Markets Regulation*. 3. painos. Oxford: Oxford University Press 2014.
- Nieminen, Kati – Lähteenmäki, Noora – Aaltonen, Olli-Pekka: *Empiirinen oikeustutkimus*. Helsinki: Gaudeamus 2021.
- Norros, Olli – Kaisanlahti, Timo: *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla: Liikkeeseenlaskijan tiedonantovirhe*. Helsinki: Alma Talent 2021.
- Oksaharju, Jukka – Salo, Marika (a): Järkevät sijoittajatyypit sijoitusstrategioiden kolmijaossa. *Liikejuridiikka* 3/2019.
- Oksaharju, Jukka – Salo, Marika (b): Järkevän sijoittajan monet kasvot. *Lakimies* 3–4/2019, s. 418–446.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: *Arvopaperimarkkinalaki*. 5., uud. painos. Helsinki: Talentum 2014.

Ruoho, Kati: Arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat. *Edilex* 2003.

Tolonen, Kari: *Talousrikossäännösten tulkinta, erityisesti velallisen rikoksissa*. Espoo: Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia, Poliisiammattikorkeakoulu 2000.

Turtiainen, Matti (a): Mitä on sisäpiiritieto? *Defensor Legis* 2/2022, s. 528–529.

Turtiainen, Matti (b): Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ja tulosvaroitus. *Defensor Legis* 3/2022, s. 784–814.

Veil, Rüdiger (toim.): *European Capital Markets Law*. 3. painos. Oxford: Hart Publishing 2022.

Ventoruzzo, Marco – Picciau, Chiara: Market Abuse Regulation. Teoksessa: Ventoruzzo, Marco – Mock, Sebastian (toim.): *Market Abuse Regulation*. Oxford: Oxford University Press 2017.

## **Virallislähteet**

### **Euroopan unionin primäärioikeus**

Sopimus Euroopan unionin toiminnasta, tehty 13 päivänä joulukuuta 2007, konsolidoitu toisinto (EUVL C 202, 7.6.2016, s. 47–360).

### **Euroopan unionin sekundäärioikeus**

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta (markkinoiden väärinkäyttöasetus, MAR), EUVL L 173, 12.6.2014.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, annettu 28 päivänä tammikuuta 2003, sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi, MAD), EUVL L 96, 12.4.2003, s. 16–25.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14 päivänä kesäkuuta 2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta (esiteasetus), EUVL L 168, 30.6.2017, s. 12–82.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU, annettu 22 päivänä lokakuuta 2013, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY

ja direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta (avoimuusdirektiivi), EUVL L 294, 6.11.2013, s. 13–27.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) 2024/2809, annettu 23 päivänä lokakuuta 2024, asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi, EUVL L 2024/2809, 14.11.2024

## **Euroopan unionin muu virallisaineisto**

Euroopan komissio, KOM (2015) 468 lopullinen, Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma.

Committee of European Securities Regulators (CESR), Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA), Questions and Answers On the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA70-145-111, versio 17, 25.11.2022.

Euroopan komissio, Targeted consultation on the Listing Act: Making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs, 19.11.2021.

Euroopan komissio, Komission ehdotus asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi, COM (2022) 762 final.

Euroopan parlamentti, Lainsäädäntöpäätöslauselma 24.4.2024 ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta COM (2022)0762 – C9-0417/2022–2022/0411(COD)).

## **Kansallinen lainsäädäntö**

Arvopaperimarkkinalaki (746/2012).

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017).

Laki Finanssivalvonnasta (878/2008).

Rikoslaki (39/1889).

## **Kansallinen virallisaineisto**

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

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

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

HE 11/2015 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 254/1998 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.

### **Muut virallislähteet**

Finanssivalvonta, Markkinatiedote 2/2023, 30.10.2023. Saatavilla: <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/markkinat-tiedotteet/markkinat-tiedote-22023/liikkeeseenlaskijoiden-yhteydenpito-analyytikoihin/>

Nasdaq Helsinki Oy, Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, 1.3.2023. Saatavilla: <https://www.nasdaq.com/docs/2022/04/22/Pörssin-säännöt-osakkeiden-liikkeeseenlaskijoille-1.3.2021-final-25.4.2022-Liite-B-OSA-I-32-i.pdf>

### **Oikeuskäytäntö**

#### **Euroopan unionin tuomioistuin (EUT)**

EUT C-45/08, Spector Photo Group ja Van Raemdonck, tuomio 23.12.2009.

EUT C-19/11, Markus Gelzl v. Daimler AG, tuomio 28.6.2012.

EUT C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (AMF), tuomio 11.3.2015.

EUT C-302/20, Mr A v. Autorité des marchés financiers (AMF), tuomio 15.3.2022.

EUT C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang, tuomio 22.11.2005.

Yhteisöjen tuomioistuin C-391/04, Ypourgos Oikonomikon ja Proïstamenos DOY Amfissas v. Charilaos Georgaki, tuomio 10.5.2007.

#### **Korkein oikeus**

KKO 2006:110

KKO 2009:1 (*TJ Group Oyj*)

KKO 2013:53

KKO: 2024:25

## Hovioikeus

Helsingin hovioikeus, 9.5.2000, R 99/427 (*Metsä-Serla*).  
Helsingin hovioikeus, 31.5.2005, R 02/4230 (*Tampereen Puhelin*).  
Helsingin hovioikeus, 21.12.2006, R 04/2332 (*Nordic Aluminium*).  
Helsingin hovioikeus, 31.12.2007, R 06/3500 (*Conventum Oyj*).  
Helsingin hovioikeus, 31.10.2008, R 07/550 (*Stonesoft Oyj*).  
Helsingin hovioikeus, 18.6.2009, R 08/721 (*Scanfil Oyj*).  
Helsingin hovioikeus, 14.9.2010, R 08/3300 (*Liinos Ab*).  
Helsingin hovioikeus, 20.1.2012, R 11/482.  
Helsingin hovioikeus, 23.6.2016, R 13/2591 (*Cencorp Oyj*).  
Helsingin hovioikeus, 28.3.2019, R 17/1980 (*Talvivaara*).

## Verkkolähteet

Endomines Finland Oyj sisäpiiritiedote 1.8.2024 kello 11.15. Saatavilla:  
[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf61ce2b664af6c94ab4e3a6f2430db4e&lang=fi>]  
(Viitattu 2.11.2024).

Nasdaq Nordic sijoittajauutiset Dovre Group Oyj:lle varoitus ja kurinpitomaksu pörssin sääntöjen rikkomisesta. Saatavilla:  
[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc98866c5e840abbf8161bbcc075ae46a&lang=fi>]  
(Viitattu: 19.9.2023).

Nasdaq OMX Nordic tiedotarkisto. Saatavilla:  
[<https://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/yhtiotiedotteet>] (Viitattu: 19.1.2024).

Kauppalehden verkkosivut Nokia Oyj:n kurssihistoria, Saatavilla:  
[<https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/NOKIA/kurssihistoria>] (Viitattu 22.1.2024).

Markkinatapolautakunnan verkkosivut. Saatavilla: [<https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2023/05/markkinatapolautakunta-tyojarjestys-2020.pdf>] (Viitattu 24.5.2024).

Markkinatapolautakunnan lausuntopyyntöön suunnattuihin osakeanteihin liittyvästä suositusluonnoksesta. Saatavilla: [<https://www.cgfinland.fi/2024/lausuntopyynto-suunnattuihin-osakeanteihin-liittyvasta-suositusluonnoksesta/>]. (Viitattu 24.5.2024).

Kauppalehti: Bloomberg: Saksa kansallistaa Uniperin – Fortum ei kommentoi. Julkaistu 20.9.2022. Saatavilla: [<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/bloomberg-saksa-kansallistaa-uniperin-fortum-ei-kommentoi/1ecf4ef6-4773-4d0a-8964-d893cf658690>] (Viitattu 24.11.2024).

Fortum Oyj pörssitiedote 20.9.2022 kello 17.20. Saatavilla: [<https://csf.omxgroup.com/cns-web/oam/viewOamDisclosure.action;jsessionid=Dyq5HOk6lQU1vmBtixV0ZLraq9MjQXzAIBFPsE7O.csf.2001?disclosureId=413102>] (Viitattu 24.11.2024).

Nasdaq press release, Pihlajalinna Oyj:lle varoitus ja kurinpitomaksu pörssin sääntöjen rikkomisesta. Saatavilla: [<https://www.nasdaq.com/press-release/pihlajalinna-oyj:lle-varoitus-ja-kurinpitomaksu-porssin-saantojen-rikkomisesta-2019>], (Viitattu 24.11.2023).

Nokia Oyj:n verkkosivut. Saatavilla [[https://www.nokia.com/fi\\_fi/tietoa-nokiasta/](https://www.nokia.com/fi_fi/tietoa-nokiasta/)]. (Viitattu 22.2.2024).

Nokia Oyj sisäpiiritiedote 30.6.2023 kello 23.15. Saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b40ac0cb5f8637044924695490b386339&lang=fi> (Viitattu 2.11.2024)

Nokia Oyj pörssitiedote 19.10.2023. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5224970c04ce1cc178880119c1b7ced5&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 14.3.2024).

Nokia Oyj:n pörssitiedote 14.7.2023. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf2774c84a8efc5d1f3e67f0c21d09f5f&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 17.3.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 13.7.2021. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bdee2f731d695ef13d27e6b78ad273e3e&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 17.3.2024).

Nokia Oyj:n pörssitiedote 23.5.2017. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b0156d2aa80f763a50b227c66b4f42ce9&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 17.3.2024).

Kauppalehti: Nokia selvittää suurimman bisneksensä myyntiä, kertoo Bloomberg – Arvo jopa 10 miljardia dollaria. Julkaistu 29.8.2024. Saatavilla: [<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokia-selvittaa-suurimman-bisneksensa-myyntia-kertoo-bloomberg-arvo-jopa-10-miljardia-dollar/5985be71-f5a5-46d6-bf81-ce3ffe2e5560>]. (Viitattu 30.8.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 29.8.2024. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5f14df98efbaaa607f40050b64f227ce&lang=fi&src=listed>]. Viitattu (30.8.2024).

Kauppalehti: Nokian kurssi painuu markkinahuuista – Amerikkalaisjätin pakit olisi merkittävä takaisku, arvioi analyytikko. Julkaistu 4.12.2024. Saatavilla: [<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokian-kurssi-painuu-markkinahuuista-amerikkalaisjatin-pakit-olisi-merkittava-takaisku-arvioi-analyytikko/620653ad-66e5-4ff1-a085-3b8e4403567a>]. (Viitattu 31.1.2024).

Earl Lum kirjoitus: Lightning May Strike Twice for Nokia. julkaistu 1.12.2023. Saatavilla: [<https://www.linkedin.com/pulse/lightning-may-strike-twice-nokia-earl-lum-swaie/>]. (Viitattu 31.1.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 5.12.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b491e065908b8efe6b4b776ba794c368c&lang=fi&src=listed] (Viitattu 31.1.2024).

Kauppalehti: Bloomberg: Nokia tutkii mahdollisuuksia managed services -liiketoiminnan myyntiin. Julkaistu 22.7.2022. Saatavilla: [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/bloomberg-nokia-tutkii-mahdollisuuksia-managed-services-liiketoiminnan-myyntiin/1e9a9ffb-d4d4-4fd5-af00-ebdb1dca7f69]. (Viitattu 31.1.2024).

Kauppalehti: Nokialla pörssissä kovin nousupäivä sitten syyskuun 2013 – Yhdysvalloissa Reddit-hype näkyi keskiviikkona satojen prosenttien kurssiliikkeinä yksittäisissä osakkeissa. Julkaistu 27.1.2021. Saatavilla: [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokialla-porssissa-kovin-nousupaiva-sitten-syyskuun-2013-yhdysvalloissa-reddit-hype-nakyi-keskiviikkona-satojen-prosenttien-kurssiliikkeina-yksittaisissa-osakkeissa/a2040fec-95a6-4b0e-8af9-9740ed711131]. (Viitattu 2.2.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 27.1.2021. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b97219edeae330ce805de481feecb26e6&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 2.2.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 30.6.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b40ac0cb5f8637044924695490b386339&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 5.2.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 9.2.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b0363b978f94970aadb095451a27b1a2c&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 5.2.2024).

Nokia Oyj pörssitiedote 20.4.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bb3508f908eddcdd58a0451535a088544&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 5.2.2024).

Lehto Group Oyj verkkosivut. Saatavilla: [https://lehto.fi/toimitilat/]. (Viitattu 17.2.2024).

Kauppalehti: Kauppalehti selvitti: Näin rakennusyhtiö Lehto luhistui pörssitähdestä konkurssin partaalle. Julkaistu 25.10.2023. Saatavilla: [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kauppalehti-selvitti-nain-rakennusyhtio-lehto-luhistui-porssitahdesta-konkurssin-partaalle/9c64020c-2d87-49c2-b48f-e3cd38e6224e]. (Viitattu 17.2.2024).

Kauppalehden artikkeli 6.2.2024. saatavilla: [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lehdon-tytaryhtiot-hakeutuvat-konkurssiin-kaupankaynti-osakkeella-keskeytyy/f6cbad5d-d186-4b55-a32c-031dba9d329d]. (Viitattu 17.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 16.2.2024. saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc55454e63425e6a8e19e55304cf3c1c8&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 19.2.2024).

Kauppalehti: Kolumni / Lehto yllätti sijoittajat ja sijoittajien reaktio yllätti Lehdon – Mikä on pörssitiedotettavaa sisäpiiritietoa? Julkaistu 16.1.2023. Saatavilla: [https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lehto-yllatti-sijoittajat-ja-sijoittajien-reaktio-yllatti-lehdon-mika-on-porssitiedotettavaa-sisapiiritietoa/da4728bb-4c57-444f-8340-eee8825e43de] (Viitattu 19.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 9.1.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba75102e6b7eb0a318bbd9041d9f8e476&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 19.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 24.4.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bb406356c66eae891f52643ec99f6b304&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 19.2.2024).

Lehto Group Oyj tiedonantopolitiikka. Saatavilla: [https://lehto.fi/sijoittajille/sijoittajasuhteet/tiedonantopolitiikka/]. (Viitattu 19.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 6.2.2024. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc6f2d8f9effd100e70a3b3eba93c1d8a&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 22.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 15.2.2024. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b750e93b2400cd5ad8cb5fa518daaf2f6&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 23.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 24.10.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b95dc2a3ca5ae7aec9d450dbb8bb6c641&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 23.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 24.10.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1dc2f2b607f6b52cbcc29a9c68c6889e&lang=fi&src=listed] (Viitattu 23.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 11.4.2023. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b497b1364cdeff66c1a4d13e9616bcbe2&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 25.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 1.7.2022. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf123f5c26afead50bebec69c438fd813&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 25.2.2024).

Lehto Group Oyj pörssitiedote 7.11.2019. Saatavilla: [https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b93d0ee3492b29daaf94b77234eb99d7d&lang=fi&src=listed]. (Viitattu 25.2.2024).

Nokian Renkaat Oyj verkkosivut. Saatavilla: [https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/perustietoa/]. (Viitattu 2.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 30.1.2024. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba770e6874e1f024a4e19842cf8eba501&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 2.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 11.4.2022. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b75d112091ae583bb794e122b8da11fe8&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 2.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 1.11.2022. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5018f9ae16580ed290e241d2b4205d87&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 15.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 30.3.2022. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b459c854f61065bfc1f061f58585c75a&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 15.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 28.2.2022. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b848797f85ad28c1e3967966e309fc8c2&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 15.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 24.1.2020. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf392d46bdb89ab58931f2ee10b18d74&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 15.3.2024).

Nokian Renkaat Oyj pörssitiedote 28.10.2022. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bcc70bdf0f05320144b60c6b0a0786250&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 15.3.2024).

Nurminen Logistics Oyj verkkosivut. Saatavilla: [<https://nurminenlogistics.com/fi/meista/>]. (Viitattu 25.3.2024).

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 21.12.2023. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b77ad10410876ec0b3aaed47c59fb7b77&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 25.3.2024).

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 13.1.2023. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1d7289d7f20e2bff59f0312c0f4c876d&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 1.4.2024)

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 5.3.2019. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b43f9c258fd021bbe791e3c1ccb2d7697&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 1.4.2024).

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 2.10.2018. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf63ae3a01c0a5be0703690a0e3294106&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 1.4.2024).

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 26.6.2017. Saatavilla: [<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b9a08e313ed9f291b0cebe960029e7c34&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 2.4.2024).

Nurminen Logistics pörssitiedote 4.3.2020. Saatavilla:  
[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b96dd5fc9ac6b731a515dae94077059ee&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 12.4.2024).

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedotteet 12.11.2020. Saatavilla:  
[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b9404220bbea316ace02a4dfe316c63b&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 12.4.2024)

Nurminen Logistics Oyj pörssitiedote 19.6.2019. Saatavilla:  
[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1c4234928d5db0e0950cca3d2ada380b&lang=fi&src=listed>]. (Viitattu 12.4.2024).

Nurminen Logistics tiedonantopolitiikka. Saatavilla:  
[<https://nurminenlogistics.com/fi/tiedonantopolitiikka/>]. (Viitattu 12.4.2024).

Kotiranta, Kai: Vierashuoneessa työelämäprofessori, OTT Kai Kotiranta: Sisäpiirintiedon kriteerit ja keisarin uudet vaatteet – vai vanhat? Artikkele julkaistu Edilexissä 31.7.2024. Saatavilla: <https://www.edilex.fi/uutiset/91830> (Viitattu 19.9.2024).

Euroopan unionin neuvoston lehdistötiedote 8.10.2024. Saatavilla:  
[<https://www.consilium.europa.eu/fi/press/press-releases/2024/10/08/listings-on-european-stock-exchanges-council-adopts-the-listing-act/>]. Viitattu 8.10.2024.

Optomed Oyj sisäpiiritiedote 30.4.2024 klo 16.00, saatavilla:  
<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bbc1ec2c99ba3ec923d93648dfbda851e&lang=fi&src=listed> (Viitattu 2.11.2024).

Jyrki Tähtinen Directors' Institute Finland jäsenblogi 2.5.2024. Saatavilla:  
[<https://dif.fi/blogit/jasenblogit/supreme-court-decision-puts-the-board-members-between-the-rock-and-the-hard-place-be-careful-before-you-trade>]. (Viitattu 2.11.2024).

## Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
CESR	Committee of European Securities Regulators
ESMA	European Securities Markets Authority
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
KKO	Korkein oikeus
HO	Hovioikeus
MAD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, annettu 28 päivänä tammikuuta 2003, sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö)
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta

# 1 Johdanto

Tutkielmassa keskitytään arvopaperimarkkinaoikeudelliseen sääntelyyn liittyvään liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen. Tiedonantovelvollisuus tarkoittaa sääntelyn edellyttämää tietojen julkistamista, jonka avulla sijoittajat voivat arvioida liikkeeseenlaskijaa ja sen arvopapereita. Heti alussa on tärkeää tunnistaa, että arvopaperimarkkinoilla tieto merkitsee valtaa.<sup>1</sup>

Tutkielmassa tarkastellaan suomalaisen pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta ja sen kautta julkistettuja tietoja, jotka ovat keskeisiä markkinan asianmukaiselle toiminnalle. Toimivat markkinat edellyttävät, että kaikki markkinaosapuolet voivat luottaa niiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen.<sup>2</sup> Markkinoita ei voida pitää tasapuolisina, jos tietyllä taholla on etumatka liikkeeseenlaskijaan tai sen arvopaperiin liittyvässä tiedossa, mikä synnyttää oikeudettoman edun. Sääntelyn näkökulmasta tällainen tilanne luokitellaan markkinoiden väärinkäytöksi.<sup>3</sup>

Sääntely pyrkii estämään oikeudettoman edun syntymistä ja tiedon hyväksikäyttöä asettamalla liikkeeseenlaskijoille velvollisuuden julkistaa olennaista tietoa, joka voi merkittävästi vaikuttaa arvopaperin hintaan. Tämä velvoite ei ainoastaan estä epäreilua hyötyä, vaan myös varmistaa, että kaikilla sijoittajilla on yhtäläinen ja ajantasainen tieto sijoituspäätöstensä tueksi. Sääntelyn keskeinen tavoite on siten taata markkinoiden puolueettomuus ja tasapuolisuus, jotka ovat toimivan markkinan perusedellytyksiä.<sup>4</sup> Voidaankin sanoa, että sääntelyn keskeisenä tavoitteena on taata, että sijoittajat voivat luottaa arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tasapuolisuuteen, joita puolestaan pidetään toimivan markkinan tunnusmerkkeinä.<sup>5</sup>

Tiedonantovelvollisuus koskee arvopaperin liikkeeseenlaskijaa sekä ensimarkkinoilla, jossa arvopaperia tarjotaan yleisölle ensimmäistä kertaa, että jälkimarkkinoilla, jolloin arvopaperilla käydään kauppaa sen liikkeeseenlaskun jälkeen. Ensimarkkinoilla tiedonantovelvollisuus perustuu pääasiassa esitteen laatimisvelvollisuuteen. Jälkimarkkinoilla se jatkuu siten, että

---

<sup>1</sup> Ks. Knuts – Kanervo 2004, Yritysoikeus IV, Tiedon merkitys arvopaperimarkkinoilla.

<sup>2</sup> Huovinen 2004, s. 4.

<sup>3</sup> Ks. markkinoiden väärinkäytön käsitteestä markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (EU) N:o 596/2014 johdantolauseesta (7).

<sup>4</sup> Huovinen 2004, s. 7. Ks. myös Kotiranta 2014, s. 52.

liikkeeseenlaskijan on julkistettava säännöllisesti taloudellista tietoa, kuten puolivuositarkastuksia ja tilinpäätöksiä (säännöllinen tiedonantovelvollisuus). Tämän lisäksi jälkimarkkina vaiheessa liikkeeseenlaskijan täytyy julkistaa jatkuvasti tarpeenmukaista tietoa seikoista, jotka vaikuttavat olennaisesti arvopaperin hinnanmuodostukseen. (jatkuva tiedonantovelvollisuus).

Tässä tutkielmassa keskitytään erityisesti liikkeeseenlaskijan jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, joka konkretisoituu silloin, kun yhtiöllä on sisäpiiritiedoksi katsottavaa tietoa. Tutkielmassa tiedonintressinä on selvittää ensinnäkin mistä sisäpiiritiedosta on kyse ja tavoitteena on tuottaa tulkintaohjeita sisäpiiritiedon määritelmän keskeisestä osatekijästä, tiedon olennaisuudesta.

## 1.1 Taustaa

Suomessa arvopaperimarkkinaoikeudesta ja sen toiminnasta säädetään arvopaperimarkkinalaissa (746/2012, AML). AML:ään on kuitenkin tehty useita muutoksia, jotka ovat pääosin seurausta Euroopan unionin (EU) kehittyvästä sääntelystä. Monet aiemmin AML:n soveltamisalaan kuuluneet säännökset on sittemmin sisällytetty suoraan sovellettavaan EU-oikeuteen. Myös tämän tutkimuksen keskiössä oleva jatkuva tiedonantovelvollisuus, erityisesti sisäpiiritiedon määrittely, sen arviointiperusteet ja tiedottamiskäytännöt, kuuluvat nykyisin EU-sääntelyn alaisuuteen.

Säännellyllä markkinalla<sup>6</sup> kaupankäynnin kohteeksi otetun arvopaperin sisäpiiritiedon julkistamisesta ja käyttökiellosta säännellään EU:ssa Euroopan parlamentin ja neuvoston markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (596/2014, MAR).<sup>7</sup> MAR asetuksen keskeinen tavoite on ehkäistä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja yhdenmukaistaa sisäpiiritietoon liittyviä käytänteitä EU:n sisällä.<sup>8</sup>

MAR asetuksessa väärinkäytösten ehkäisemiseksi on asetettu erilaisia keinoja. Sisäpiiritiedon kannalta keskeisimmät ovat velvollisuus julkistaa sisäpiiritieto ja sisäpiiritiedon ilmaisu- ja

---

<sup>6</sup> Ks. säännellyn markkinan määritelmä arvopaperimarkkinalain (746/2012) 2 luvun 5 §:stä, joka viittaa lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017) 1 luvun 2 §:n 1 momentin 5 kohtaan.

<sup>7</sup> Ks. markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014, johdantolause (8), jonka mukaan asetusta sovelletaan myös rahoitusvälineisiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.

<sup>8</sup> Ks. MAR:n johdantolause (4).

käyttökielto. Ennen MAR-asetuksen voimaantuloa Suomessa sovellettiin kaksiosaista täyttymismallia,<sup>9</sup> jossa sisäpiiritiedon ilmaisu- ja käyttökielto syntyi ensin, ja tiedonantovelvollisuus vasta myöhemmin. MAR:n voimaantulon myötä siirryttiin yksiosaiseen täyttymismalliin, jossa sekä sisäpiiritiedon ilmaisu- ja käyttökielto että tiedonantovelvollisuus syntyvät samanaikaisesti.<sup>10</sup>

Sisäpiirisääntely MAR:ssa perustuu 7(1)<sup>11</sup> artiklan sisäpiiritiedon määritelmään, joka on keskeinen, sillä se määrittää, mitä tietoja pidetään sisäpiiritietona. Artiklan mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan:

”luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.”

Sisäpiiritiedon määritelmä koostuu neljästä osatekijästä: täsmällisyys-, julkistamattomuus-, liitännäisyys- ja olennaisuusvaatimuksesta.<sup>12</sup> Tässä tutkielmassa tarkastellaan erityisesti olennaisuusvaatimusta, joka edellyttää, että tiedolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan, mikäli se julkistettaisiin. MAR ei kuitenkaan anna olennaisuusvaatimukselle tarkkaa ja yksiselitteistä määritelmää, mikä voi aiheuttaa tulkintaongelmia. Arviointi riippuu tilanteesta ja markkinaolosuhteista, minkä vuoksi se voi olla monimutkaista ja edellyttää perusteellista harkintaa. MAR:ssa olennaisuuden arviointi on lisäksi linkitetty väljään ja oletukselliseen järkevän sijoittajan testiin<sup>13</sup>, jossa oletuksena on, että tiedolla on todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan (olennaisuusvaatimus), jos järkevä sijoittaja todennäköisesti perustaisi sijoituspäätöksensä

---

<sup>9</sup> Turtiainen 2022a, s. 527. Ks. samoin Knuts 2011, s. 88–99, jossa on käsitelty kansallisen arvopaperimarkkinalainsäädännön ja EU-oikeuden välistä aiempaa yhteensovittamisongelmaa.

<sup>10</sup> Turtiainen 2022a, s. 527.

<sup>11</sup> Huomioitavaa on, että MAR-asetuksen 7 artiklan alakohdat (b), (c) ja (d) sisältävät erityiset määritelmät sisäpiiritiedolle tilanteissa, joissa on kyse hyödykejohdannaisista, päästöoikeuksista tai rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen hoitamiseen liittyvästä sisäpiiritiedosta.

<sup>12</sup> Turtiainen 2022a, s. 528 huomauttaa, että Suomessa rahoitusvälineliitännäisyyttä ei välttämättä ole pidetty itsenäisenä osatekijänä, vaan sen on katsottu sisältyvän olennaisuusvaatimukseen. Turtiainen kuitenkin katsoo, että rahoitusvälineliitännäisyys itsenäisenä osatekijänä auttaa jäsentämään liikkeeseenlaskijan sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta. Ks. myös Dittmar & Indrenius 2017, s. 68, jossa todetaan, että jako neljään osatekijään pohjautuu EU-tuomioistuimen omaksumaan tulkintaan sisäpiiritiedon määritelmästä.

<sup>13</sup> MAR, 7 artikla 4 kohta.

siihen. Tässä yhteydessä herää kysymys siitä, millaisena tai keitä pidetään järkevinä sijoittajina, joiden oletettuun päätöksentekoon tiedonantovelvollisuus peilataan?

## 1.2 Kysymyksenasettelu, rajaukset ja käsitteet

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä seikkoja liikkeeseenlaskijan tulee ottaa huomioon arvioidessaan sisäpiiritiedon osatekijää, olennaisuusvaatimusta. Sisäpiiritiedon oikeanlainen määrittely palvelee kahta keskeistä intressitahoa. Ensinnäkin se on merkityksellistä liikkeeseenlaskijoille, jotta nämä voivat täyttää tiedonantovelvollisuutensa asianmukaisesti ja toisaalta se on tärkeää sijoittajille, jotta luottamus markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen säilyy.

Kuten aiemmin on todettu, sisäpiiritietoon liittyy käyttökielto. Tämä tarkoittaa, että henkilö, jolla on hallussaan sisäpiiritietoa, ei saa käyttää kyseistä tietoa markkinoilla taloudellisen hyödyn saavuttamiseksi.<sup>14</sup> Lisäksi arvopapereiden liikkeeseenlaskijoille on asetettu sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus. Tämän velvoitteen tarkoituksena on varmistaa, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti käytettävissään riittävät ja oikeat tiedot liikkeeseenlaskijasta ja sen arvopaperista. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) 17 artikla asettaa sisäpiiritietoon liittyvän toimintavelvoitteen. Liikkeeseenlaskija voi 17 artiklan 4 kohdan mukaan tietyin edellytyksin lykätä sisäpiiritiedon julkistamista omalla vastuullaan MAR 17 (1) artiklan mukaan:

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

On välttämätöntä, että liikkeeseenlaskija julkistaa sisäpiiritiedon, jotta voidaan estää sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja varmistaa markkinoiden tasapuolisuus. Julkistamisvelvollisuudella pyritään siihen, että kaikilla markkinoilla toimivilla on samanaikaisesti yhtäläinen ja oikea tieto, mikä edistää markkinoiden puolueettomuutta ja

---

<sup>14</sup> Ks. MAR 14 artikla sekä rikoslaki (39/1889) 51 luku.

vahvistaa sijoittajien luottamusta. Tämä voi kuitenkin aiheuttaa pörssiyhtiölle raskaita taakkoja ja merkittäviä kustannuksia, kun he pyrkivät tunnistamaan, hallinnoimaan ja julkistamaan tietoa oikein.<sup>15</sup> Tämän prosessin vaatima huolellinen tiedonkäsittely, jatkuva seuranta ja usein oikeudellisten neuvonantajien käyttö määriteltäessä, mitkä tiedot on julkistettava ja milloin, voivat aiheuttaa pörssiyhtiöille merkittäviä kustannuksia.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ja sisäpiiritiedon siirtyminen MAR:n piiriin ei ole poistanut määritelmään liittyvää tulkinnanvaraisuutta. Erityisesti kysymys siitä, mitkä tiedot ovat niin merkittäviä tai olennaisia, että ne voivat vaikuttaa osakkeiden tai muiden siihen liitännäisten rahoitusvälineiden hintoihin (olennaisuusvaatimus), jää edelleen haastavaksi. Miten tällainen tieto vaikuttaa arvopaperin arvoon, ja mihin suuntaan vaikutus yleensä näkyy?

Pelkästään MAR yleispiirteisen määritelmän perusteella pörssiyhtiöiden voi olla vaikeaa arvioida tiedon luonnetta asianmukaisesti. Arviointia varten on kehitetty käsite järkevästä sijoittajasta. Oletuksena on, että jos tämä edellä sanottu sijoittaja ottaisi tietyn tiedon huomioon sijoituspäätöstään tehdessään, kyseistä tietoa voidaan pitää olennaisena. Kuitenkaan tämä apukäsite ei aina tarjoa yksiselitteistä vastausta, sillä sen tarkempi sisältö on yhä epäselvä. Tämä epävarmuus heijastuu myös MAR:n johdanto-osassa, jossa tunnustetaan tarve parantaa olennaisuusvaatimuksen määrittelyä oikeusvarmuuden lisäämiseksi.<sup>16</sup>

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, *minkälaista arviointia MAR 7(1) artiklan sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimus edellyttää pörssiyhtiöltä*. Tämä on tutkimuksen keskeinen kysymys ja sen tarkastelemiseksi esitetään tukikysymyksiä, jotka auttavat vastaamaan tähän pääkysymykseen:

- Milloin tietoa voidaan pitää olennaisena MAR 7(1) sisäpiiritiedon määritelmän tarkoittamalla tavalla?
- Miten järkevän sijoittajan käsite tulee ymmärtää tiedon olennaisuutta arvioitaessa?
- Miten listayhtiön ja sijoittajien välillä oleva informaation epäsymmetria tulisi ottaa huomioon tiedon olennaisuuden arvioinnissa?

Aiheen johdonmukainen ja looginen käsittely edellyttää tiettyjen rajausten tekemistä ja käsitteiden selventämistä. Tässä tutkielmassa käytetään termiä *jatkuva tiedonantovelvollisuus*

---

<sup>15</sup> Ks. tarkemmin sääntelyn kustannuksista liikkeeseenlaskijoille Häyrynen 2006, s. 34–58.

<sup>16</sup> Ks. MAR:n johdantolause (18), jossa myös täsmällisyysvaatimuksen kehittämistarve tuodaan esiin.

synonyyminä *sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudelle*. Tämä perustuu siihen, että vaikka kansallisessa arvopaperimarkkinalainsäädännössä puhutaan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, MAR-asetuksessa käytetään termiä *sisäpiiritiedon julkistaminen* viittaamaan samaan käsitteeseen. Näitä termejä käytetään tutkielmassa vaihdellen, sillä ne viittaavat samaan velvollisuuteen julkistaa sisäpiiritieto asianmukaisesti sijoittajille ja markkinoille.

Tutkielma rajautuu yrityksiin, joiden osakkeet ovat julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä (MTF). Kun tutkielmassa viitataan listayhtiöihin, tarkoitetaan Suomessa toimivia pörssiyrityksiä tai yhtiöitä, jotka ovat listattuja Helsingin pörssin ylläpitämässä MTF-järjestelmässä. MAR-asetuksessa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus kohdistuu nimenomaan liikkeeseenlaskijoille ja kattaa paitsi osakkeet myös muut arvopaperit, jotka kuuluvat asetuksen soveltamisalaan. Koska eri liikkeeseenlaskijoiden arviointi voi poiketa merkittävästi toisistaan, tutkielman rajauksessa on suljettu *muut liikkeeseenlaskijat* tarkastelun ulkopuolelle<sup>17</sup>. Lisäksi käsitteitä *liikkeeseenlaskija* ja *listayhtiö* käytetään yhteneväisesti pörssiyrityksistä puhuttaessa.

Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on käsitelty jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta erityisesti arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä, jotka on säädetty rangaistavaksi rikoslaissa.<sup>18</sup> Tässä tutkielmassa keskitytään pörssiyrityksien tiedonantovelvollisuuteen, ja rikosoikeudellinen näkökulma jätetään pääosin sivuun. On kuitenkin huomionarvoista, että rikosoikeuden tulkintaperiaatteet voivat vaikuttaa tutkimusaiheeseen. Esimerkiksi oikeuskäytäntö, joka liittyy sisäpiiritiedon muodostumiseen arvopaperimarkkinarikoksissa, tarjoaa merkityksellistä aineistoa myös sisäpiiritiedon määritelmän olennaisuusvaatimuksen tulkintaan. Oikeuskäytännössä sisäpiiritiedon olennaisuutta on arvioitu pääasiassa rikosoikeudellisissa menettelyissä, joskin tällaisia tapauksia on varsin vähän. Lisäksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevissa oikeustapauksissa on tyypillistä, että eri rikoslain tunnusmerkistöt ovat päällekkäisiä, jolloin yksi teko saattaa samanaikaisesti täyttää useamman rikoksen tunnusmerkistön.<sup>19</sup>

---

<sup>17</sup> MAR:n 7 artiklan alakohdissa (b), (c) ja (d) säädetään erityisistä sisäpiiritiedon määritelmistä muun muassa hyödykejohdannaisten, päästöoikeuksien ja rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen osalta.

<sup>18</sup> Ks. esimerkiksi Kotiranta 2014 ja Kurenmaa 2003.

<sup>19</sup> Kotiranta – Piippo 2020, s 389.

Tutkielman neljännessä luvussa tarkastellaan neljän eri yhtiön historiallista tiedottamista ja arvioidaan tiedotteiden jälkeistä kurssivaikutusta. Tutkielman keskeinen rajaus liittyy kurssivaikutuksen määrittelyyn. Koska tiedotteen välittömän julkistamishetken kurssivaikutusta ei ollut mahdollista selvittää julkisesti saatavilla olevan tiedon puutteen vuoksi, tutkielmassa on käytetty arviointitapaa, jossa verrataan tiedotteen julkaisupäivän päätöskurssia edeltävän kaupankäyntipäivän päätöskurssiin. Tämä analyysi tarjoaa näkökulman sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointiin.

### 1.3 Metodit ja oikeuslähteet

Tutkielmassa hyödynnetään pääasiallisena tutkimusmenetelmänä lainoppia, jonka avulla pyritään kokoamaan yhteen tulkintaohjeita sisäpiiritiedon määrittelyn olennaisuusvaatimukselle. Käytännöllinen lainoppi, jota kutsutaan myös tulkintalainopiksi, on oikeustieteen osa-alue, joka käsittelee oikeudellisten normien ja säännösten tulkintaa ja soveltamista.<sup>20</sup> Se tutkii miten lakia ja muita oikeudellisia säädöksiä tulee tulkita ja soveltaa käytännön tilanteissa. Käytännöllinen lainoppi on valittu painopisteeksi, koska se mahdollistaa konkreettisten tapausten ja lainsäädännön soveltamisen tarkastelun. Teoreettinen lainoppi puolestaan täydentää analyysiä, sillä sen avulla voidaan hahmottaa oikeudellisia periaatteita ja sääntelyn laajempaa kontekstia. Tämä osa-alue keskittyy oikeuden teoreettiseen tutkimukseen ja analyysiin, eikä se välttämättä painotu yksittäisten tapausten ratkaisemiseen, vaan pyrkii laajempaan ymmärrykseen oikeusjärjestelmästä ja sen taustalla vaikuttavista periaatteista.<sup>21</sup>

Tutkielmassa hyödynnetään myös empiiristä tutkimusotetta täydentävänä metodina. Empiirinen metodi määrittellään systemaattiseksi pyrkimykseksi hankkia kokemusperäistä ja mahdollisimman täsmällistä tietoa ilmiöistä.<sup>22</sup> Tässä yhteydessä tarkasteltava ilmiö liittyy sisäpiiritiedon määrittelyn olennaisuusvaatimukseen, joka viittaa siihen, että tiedon julkitulo todennäköisesti vaikuttaisi huomattavasti kyseisen rahoitusvälineen hintaan. Tätä vaikutusta pyritään havainnoimaan analysoimalla julkistettujen sisäpiiritiedotteiden jälkeisiä osakekurssimuutoksia. Tässä tutkielmassa empiirinen lähestymistapa kohdistuu neljän pörssi-yhtiön tiedottamiskäytäntöihin. Tarkastelun kohteena ovat yhtiöiden MAR-asetuksen voimaantulon jälkeen julkaistut pörssitiedotteet sekä näiden ja edeltävän kaupankäyntipäivän päätöskurssien väliset muutokset.

---

<sup>20</sup> Ks. tarkemmin käytännön lainopista Hirvonen 2011, s. 25 ja Aarnio 2006, s. 238.

<sup>21</sup> Ks. tarkemmin Hirvonen 2011, s. 25 ja Aarnio 2006, s. 238.

<sup>22</sup> Ks. Nieminen – Lähteenmäki – Aaltonen 2021, Johdanto oikeuden empiiriseen tutkimukseen.

Tutkimus nojautuu oikeuslähteisiin, kuten lainsäädäntöön, oikeuskäytäntöön ja oikeuskirjallisuuteen. Oikeustaloustieteelliset näkökulmat otetaan huomioon siinä määrin kuin ne ovat relevantteja ja käytännönläheisiä arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn tulkinnassa. EU-oikeuden osalta tutkimuksessa tarkastellaan unionin lainsäädännön periaatteita, tavoitteita ja oikeuskäytäntöä, joilla on olennainen merkitys aihepiirin kannalta.

Tutkimuksessa hyödynnetään myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) julkaisemaa ohjeistusta, kuten kysymys–vastaus muotoisia asiakirjoja, jotka vaikuttavat merkittävästi MAR:n tulkintaan. ESMA:n julkaisut kuuluvat EU-sääntelyn kolmanteen tasoon ja ovat tärkeä osa MAR:n soveltamiskäytäntöä.<sup>23</sup> Euroopan unionin sääntelyjärjestelmä perustuu kolmitasoiseen malliin, jossa kolmannen tason ohjeistuksilla täsmennetään lainsäädännön soveltamista käytännössä. EU-perusteista kansallista sääntelyä tulkittaessa on lisäksi otettava huomioon EU-oikeudelliset tulkintaohjeet, erityisesti unionin tuomioistuimen oikeuskäytäntö, jolla on merkitystä myös kansallisessa soveltamisessa.<sup>24</sup>

Lisäksi tutkimuksessa tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden itsesääntelynormistoja, kuten Helsingin Pörssin sääntöjä ja Arvopaperimarkkinayhdistyksen listayhtiöiden hallinnointikoodia. Helsingin Pörssin säännöt ovat erityisen merkittäviä jatkuvan tiedonantovelvollisuuden vaatimusten arvioinnissa, sillä ne muodostavat keskeisen viitekehyksen listayhtiöiden tiedonantovelvollisuudelle. Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetun lain mukaan pörssin tulee laatia ja ylläpitää yleisesti saatavilla olevia sääntöjä säännellyille markkinoille.<sup>25</sup> Yrityskauppojen yhteydessä pörssin säännöstö määrittelee, millaiset kauppatapahtumat katsotaan olennaisiksi yhtiön arvopapereiden arvoon.<sup>26</sup>

#### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielma jakautuu kolmeen pääosaan sekä johdantoon ja yhteenvetoon. Jokainen pääosa on jäsennelty alalukuihin, jotka tukevat teemojen systemaattista käsittelyä ja tutkielman loogista etenemistä.

---

<sup>23</sup> Ks. Moloney 2014, s. 11–12.

<sup>24</sup> Kotiranta 2015, s. 710.

<sup>25</sup> Ks. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017) 5:6.

<sup>26</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, liite B, osa D, kohta 14.

Ensimmäisessä pääluvussa käsitellään pörssiyhtiöiden jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Luvun tavoitteena on hahmottaa sääntelyn perusteet, sen sisältö sekä liikkeeseenlaskijoille asetetut vaatimukset. Lisäksi tarkastellaan kansallisen oikeustilan kehitystä erityisesti MAR-asetuksen voimaantulon tuomien muutosten näkökulmasta.

Toisessa pääluvussa analysoidaan sisäpiiritiedon määritelmää, keskittyen erityisesti tiedon olennaisuusvaatimukseen. Luvussa arvioidaan MAR-asetuksen 7 artiklan yleispiirteisen määritelmän aiheuttamia haasteita sekä tarkastellaan käytettävissä olevia tulkintaohjeita sisäpiiritiedon luonteen määrittämiseksi.

Kolmannessa pääluvussa tarkastellaan olennaisuusvaatimusta sekä sen arviointiperusteita, minkä lisäksi käsitettä lähestytään käytännön esimerkkien kautta. Huomiota kiinnitetään myös pörssiyhtiöiden julkistamiin sisäpiiritietoihin, niiden vaikutuksiin osakekurssien muutoksiin sekä tiedotteiden sisältöön MAR-asetuksen 7 artiklan näkökulmasta. Tarkastelun kohteena olevat kurssimuutokset on koottu taulukkomuotoon ja esitetty tutkielman lopussa liitteissä. Tutkielman päätösluvussa esitetään tutkimuksen keskeiset havainnot ja yhteenveto.

## **2 Pörssiyhtiölle asetettu tiedonantovelvollisuus**

### **2.1 Yleistä**

Tässä luvussa tarkastellaan pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden keskeisiä syntyperusteita. Tarkoituksena on antaa yleiskuva tiedonantovelvollisuuden eri muodoista ja siitä, mistä asioista pörssiyhtiöiden on tiedotettava. Lisäksi luvussa käsitellään tiedonantovelvollisuutta ohjaavia periaatteita.

Tiedonantovelvollisuus on keskeinen väline arvopaperimarkkinoilla esiintyvän tietopäätasapainon hallintaan ja informaatiotehokkuuden edistämiseen. Tietopäätasapaino syntyy, kun markkinaosapuolilla on eritasoista tietoa, mikä antaa toiselle osapuolelle mahdollisuuden hyötyä toisen tietämättömyydestä.<sup>27</sup> Tämä on tyypillinen ilmiö arvopaperimarkkinoilla, sillä osapuolilla on harvoin täysin samanlainen käsitys sijoituskohteiden arvosta tai toistensa tulevista toimista.<sup>28</sup> Informaatiotehokkuudella

---

<sup>27</sup> Huovinen 2004, s. 27. Ks. myös Knuts 2011, s. 85.

<sup>28</sup> Huovinen 2004, s. 27.

tarkoitetaan puolestaan sitä, että markkinoilla toimivilla on tasapuolinen pääsy keskeiseen tietoon, mikä tukee markkinoiden puolueettomuutta ja tehokkuutta.<sup>29</sup>

Liikkeeseenlaskijoilla on velvollisuus julkistaa sijoittajien kannalta olennaiset tiedot sääntelyn mukaisesti, jotta markkinat voivat toimia tehokkaasti ja arvopapereiden hinnat muodostuvat saatavilla olevan tiedon pohjalta. Tiedonantovelvollisuudet turvaavat sijoittajille oikean, riittävän ja ajantasaisen tiedon, joka on edellytys perustelluille sijoituspäätöksille.<sup>30</sup> Kun sijoittajat voivat luottaa julkistettuun tietoon ja vertailla eri sijoituskohteita, heidän päätöksensä perustuvat taloudelliseen harkintaan. Tämä edistää sijoitusten kohdistumista taloudellisesti houkuttelevimpiin yrityksiin ja niiden liikkeeseen laskemiin arvopapereihin.<sup>31</sup> Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on myös varmistaa sijoittajien yhdenvertaisuus tiedon saatavuudessa. Tämä edistää reilua hinnanmuodostusta ja markkinoiden puolueettomuutta, mikä parantaa yritysten mahdollisuuksia hankkia pääomaa markkinoilta.<sup>32</sup>

Seuraavaksi tarkastellaan tarkemmin tilanteita, joissa liikkeeseenlaskijalle syntyy tiedonantovelvollisuus.

## **2.2 Tiedonantovelvollisuus syntyy pörssiyhtiössä**

Arvopaperimarkkinat jakautuvat ensimarkkinoihin ja jälkimarkkinoihin. Ensimarkkinoilla yritykset tai muut oikeushenkilöt laskevat liikkeelle uusia arvopapereita, kuten osakkeita tai velkakirjoja, ja tarjoavat niitä yleisölle merkittäväksi. Jotta arvopaperit kuuluvat ensimarkkinoilla AML:n soveltamisalan piiriin, niiden on oltava saatavilla yleisölle samanaikaisesti muiden vastaavien arvopapereiden kanssa.<sup>33</sup>

Ensimarkkinoilla liikkeeseenlaskijan ja merkitsijän välinen suhde ei muodosta perinteistä kauppasuhdetta, vaan kyse on osuussuhteesta tai velkasuhteesta, riippuen arvopaperin luonteesta.<sup>34</sup> Liikkeeseenlaskija tarjoaa arvopapereita yleisölle pääoman hankkimiseksi, ja merkitsijä hankkii ne osallistuen näin yrityksen rahoitukseen. Jos kyseessä on osake, sijoittaja osallistuu yhtiön pääoman muodostumiseen. Sen sijaan velkakirjaluonteinen arvopaperi

---

<sup>29</sup> Ks. informaatiotehokkuuden määritelmästä ja tarkoituksesta arvopaperimarkkinoilla Lauriala 2008, s. 389–390 ja Annola 2005, s. 29.

<sup>30</sup> Norros – Kisanlahti 2021, s. 101–105.

<sup>31</sup> Norros – Kisanlahti 2021, s. 101–105.

<sup>32</sup> Huovinen 2004, s. 3.

<sup>33</sup> AML 2 luvun 1 §:n 1 mom.

<sup>34</sup> Norros – Kisanlahti 2021, s. 104.

synnyttää velkasuhteen yhtiön ja sijoittajan välille.<sup>35</sup> Tästä syystä ensimarkkinoilla ei käytetä käsitteitä myyjä ja ostaja, vaan puhutaan liikkeeseenlaskijasta ja merkitsijästä. Merkitsijästä tulee osakkeiden tapauksessa yrityksen osakkeenomistaja ja siten myös yrityksen omistaja. Tämä eroaa jälkimarkkinoista, joissa kaupankäynnin kohteena ovat jo liikkeeseen lasketut arvopaperit. Tämä tutkielma keskittyy erityisesti jälkimarkkinoihin.

Jälkimarkkinoilla tiedonantovelvollisuus jakautuu säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus<sup>36</sup> koskee liikkeeseenlaskijan taloudellisen tiedon julkistamista määräajoin, kuten puolivuosisikatsausten ja tilinpäätöstiedotteiden muodossa. Jatkuva tiedonantovelvollisuus<sup>37</sup> puolestaan kattaa tiedot, jotka liikkeeseenlaskijan on julkistettava viipymättä niiden synnyttyä ja joiden voidaan odottaa vaikuttavan merkittävästi arvopaperin arvoon. Molempia velvollisuuksia sovelletaan sekä säännellyillä markkinoilla että monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä.

Pörssiyhtiöillä on myös muita tilanteita, joissa niiden on julkistettava tietoa tiedonantovelvollisuuden perusteella. Näitä velvollisuuksia voidaan kutsua yhteisellä nimellä *muu tiedonantovelvollisuus* ja ne voivat perustua sekä lainsäädäntöön että itsesääntelynormeihin. Esimerkkejä tällaisista tilanteista ovat pörssiyhtiön omilla osakkeillaan tekemien kauppojen ilmoittaminen<sup>38</sup> sekä osakkeenomistajien velvollisuus ilmoittaa merkittävistä omistus- ja ääniosuuksistaan<sup>39</sup>. Lisäksi julkista ostotarjousta koskevat tilanteet edellyttävät erillistä tiedottamismenettelyä.<sup>40</sup>

### **2.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus osana pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuutta**

Arvopapereihin liittyvä tieto voi muuttua yllättäen ja odottamattomasti. Siksi on olennaista, että liikkeeseenlaskija julkistaa kaikki merkittävät tiedot, ei ainoastaan ne, jotka kuuluvat säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin. Vaikka sekä säännöllinen että jatkuva tiedonantovelvollisuus ovat osa jälkimarkkinoita, niiden painopisteet ja sääntelyn

---

<sup>35</sup> Norros – Kisanlahti 2021, s. 104.

<sup>36</sup> Ks. AML 7 luku (säännöllinen tiedonantovelvollisuus).

<sup>37</sup> Ks. AML 6 luku (jatkuva tiedonantovelvollisuus).

<sup>38</sup> Ks. AML 8:2 sekä Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, 1.3.2021, liite B, osa F, kohta 23.

<sup>39</sup> AML 9:5:ssa säädetään osakkeenomistajan ilmoitusvelvollisuudesta. Liikkeeseenlaskijan velvollisuus julkistaa tieto merkittävistä omistus- ja ääniosuuksien muutoksista ilmenee AML 9:10:stä.

<sup>40</sup> Ks. AML 11 luku julkista ostotarjousta koskevasta tiedonantovelvollisuudesta, erityisesti liikkeeseenlaskijan näkökulmasta AML 11:13.

yksityiskohtaisuus eroavat toisistaan. Jatkuva tiedonantovelvollisuus täydentää säännöllistä tiedonantovelvollisuutta tarjoamalla reaaliaikaista lisätietoa rahoitusvälineestä.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perussäännöksen MAR 17 (1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava yleisölle mahdollisimman nopeasti kaikista sisäpiiritiedoista, jotka liittyvät suoraan kyseiseen liikkeeseenlaskijaan. Tällä velvoitteella varmistetaan, että sijoittajilla on jatkuvasti saatavilla oikea-aikainen ja asianmukainen tieto merkittävistä tapahtumista ja muutoksista, joilla voi olla olennainen vaikutus arvopaperien hintoihin.

MAR-asetus hyväksyttiin vuonna 2014 ja sen soveltaminen alkoi 3.7.2016 kaikissa jäsenvaltioissa. Asetus muodostaa keskeisen sääntelykokonaisuuden jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alalla. Asetus korvasi aiemman Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY MAD). MAR-asetuksen voimaantulon myötä kansallisen lainsäädännön, erityisesti arvopaperimarkkinalain (AML) 6 luvun Nykyisessä muodossaan AML 6 luku sisältää vain kaksi pykälää, jotka viittaavat suoraan MAR-asetukseen, eikä siinä säädetä erikseen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yksityiskohdista. Voimassa oleva sääntely perustuu MAR-asetuksen 17 artiklaan ja komission teknisiin täytäntöönpanostandardeihin, jotka edellyttävät, että liikkeeseenlaskijan on julkistettava mahdollisimman pian sitä koskeva sisäpiiritieto.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti voi johtaa rikosoikeudellisiin seuraamuksiin tai hallinnollisiin toimiin. Seurauksena voi olla rikoslain 51 luvun mukainen arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos.<sup>41</sup> Teon rangaistavuuden taustalla on tarve turvata yleinen luottamus arvopaperimarkkinoiden toimintaan.<sup>42</sup> Mikäli rikoslain tunnusmerkit eivät täyty, jatkuvan tiedonantovelvollisuuden rikkomisesta voi seurata Finanssivalvonnan määräämiä hallinnollisia seuraamuksia.<sup>43</sup> Mahdollisia seuraamuksia ovat lisäksi pörssin asettamat ja sen itsesääntelyyn perustuvat seuraamukset sekä yleiset siviilioikeudelliset seuraamukset, kuten vahingonkorvausvelvollisuus.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Rikoslain 51:5.2 mukaan arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta tuomitaan se, joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta rikkoo MAR 17 artiklan mukaista julkistamisvelvollisuutta tai antaa olennaisesti harhaanjohtavaa tietoa.

<sup>42</sup> Ks tarkemmin arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelyn suojeluobjektista Kotiranta 2015, s. 708.

<sup>43</sup> Laki Finanssivalvonnasta (878/2008) 4:38.3.

<sup>44</sup> Arvopaperimarkkinaoikeuden seuraamusjärjestelmästä tarkemmin Knuts – Norros, 2011, s. 1048–1427.

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alueella oikeuskirjallisuus erottaa kaksi keskeistä ryhmää.<sup>45</sup> Ensimmäiseen kuuluvat liikkeeseenlaskijan omat päätökset, jotka vaikuttavat suoraan rahoitusvälineisiin. Näitä ovat esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, muutokset johdossa sekä merkittävät organisaatiomuutokset.<sup>46</sup>

Toinen ryhmä käsittää muut liikkeeseenlaskijaan tai sen toimintaan liittyvät seikat, joilla voi olla merkittävä vaikutus rahoitusvälineiden arvoon. Näitä ovat esimerkiksi suuret yrityskaupat, yhteistyösopimukset, taloudelliset vaikeudet sekä tuomioistuimen tai viranomaisen päätökset.<sup>47</sup> Nämä kaksi pääryhmää kattavat laajan joukon tietoja ja päätöksiä, jotka liikkeeseenlaskijan on julkistettava jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla varmistaakseen, että sijoittajilla on ajantasaista tietoa seikoista, jotka voivat vaikuttaa osakkeen arvoon.

Vaikka jatkuva tiedonantovelvollisuus kattaa laajan joukon tietoja ja tapahtumia, sen keskeisen ytimen muodostaa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus. On myös tärkeää huomata, että tietyt itsesääntelynormeista tai lainsäädännöstä johdetut tiedonantovelvollisuudet voivat merkittävyytensä vuoksi täyttää myös sisäpiiritiedon kriteerit. Esimerkiksi merkittävä päätös uusien osakkeiden liikkeeseenlaskusta<sup>48</sup> voi täyttää sisäpiiritiedon määritelmän, jolloin sen julkistaminen kuuluu MAR-asetuksen vaatimusten piiriin.

Helsingin Pörssin säännöissä on tarkennettu jatkuvan tiedonantovelvollisuuden laajuutta ja listattu esimerkinomaisesti tilanteita, joita se koske. Pörssin sääntöjen mukaan jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen kuuluvat ennusteet ja tulevaisuutta koskevat lausumat, yhtiökokouskutsut ja yhtiökokouksen tai hallituksen yhtiökokouksen valtuuttamana tekemät päätökset jos päätös ei ole vähämerkityksellinen, arvopapereiden liikkeeseenlaskut, muutokset pörssiyhtiön hallituksessa tai johdossa ja tilintarkastajan vaihtuminen, osakepohjaiset kannustinohjelmat, pörssiyhtiön ja sen lähipiirin liiketoimet, yrityskauppa joka on arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava, merkittävät lyhyen aikavälin muutokset pörssiyhtiössä tai tilanne jossa pörssiyhtiötä voidaan pitää uutena yhtiönä, listausta koskevat päätökset, muiden markkinapaikkojen vaatimat olennaiset tiedot ja tapahtumakalenteri.<sup>49</sup>

---

<sup>45</sup> Ks. jaottelu Norros – Kaisanlahti 2021, s. 136 ja Häyrynen 2006, s. 266.

<sup>46</sup> Norros – Kaisanlahti 2021, s. 136.

<sup>47</sup> Norros – Kaisanlahti 2021, s. 136.

<sup>48</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, kohta 3.7.1.

<sup>49</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, luku 3.

## 2.4 Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat periaatteet

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi liikkeeseenlaskijan on jatkuvasti noudatettava AML:ssä määriteltyjä yleisiä periaatteita, mitkä edellyttävät tarkkaa huolellisuutta ja johdonmukaisuutta kaikissa tiedonantoon liittyvissä toimissa. Nämä periaatteet muodostavat perustan kaikelle arvioinnille, joka koskee listayhtiön tiedonantovelvollisuuden täyttämistä. AML nykyisessä muodossaan säädettiin vuonna 2012. Tuolloin AML:ssa vahvistettiin tiedonantovelvollisuuden peruseriaatteita sisällyttämällä lakiin kolme yleissäännöstä:

- Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.<sup>50</sup>
- Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.<sup>51</sup>
- Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen sijoittajien saatavilla.<sup>52</sup>

Kaikki listayhtiön tiedonantovelvollisuuteen liittyvät arvoinnit ja toimet ohjautuvat ja muokkautuvat näiden periaatteiden mukaisesti.

### 2.4.1 Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti.

Hyvä markkinatapa kuvastaa arvopaperimarkkinoiden vakiintuneita periaatteita ja sääntöjä. Se heijastaa yleistä käsitystä siitä, miten toimijoiden tulisi käyttäytyä markkinoilla. Hyvä markkinatapa perustuu puolueettomuuteen, kohtuulliseen kauppatapaan ja yleisesti hyväksytyihin käytäntöihin, joita noudatetaan arvopaperimarkkinoilla.<sup>53</sup>

Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy käytännössä markkinoiden vakiintuneista toimintatavoista ja yksittäisistä sopimuksista. Se ohjaa markkinatoimijoiden keskinäistä toimintaa ja vuorovaikutusta arvopaperikaupoissa.<sup>54</sup> Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyllä täsmennetään hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä ja pyritään vähentämään sen noudattamatta jättämisen riskiä. Tällaisia itsesääntelynormeja ja -ohjeita ovat esimerkiksi Arvopaperimarkkinayhdistyksen listayhtiöiden hallinnointikoodi, ostotarjouskoodi, Helsingin Pörssin säännöt sekä Finanssialan keskusliiton suositukset ja ohjeet.

---

<sup>50</sup> AML 1:2.

<sup>51</sup> AML 1:3.

<sup>52</sup> AML 1:4.

<sup>53</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 48–52.

<sup>54</sup> HE 32/2012 vp, s. 170.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan ilmentymänä toimii Arvopaperimarkkinayhdistyksen hallituksen asettama Markkinatapalautakunta, joka kehittää hyvää hallinnointitapaa ja seuraa corporate governance -sääntelyn kehittymistä.<sup>55</sup> Konkreettisenä esimerkkinä tästä toimii Markkinatapalautakunnan viimeisin suositus, joka koskee listayhtiöiden tiedottamista suunnatuista osakeanneista.<sup>56</sup> Suosituksen tavoitteena on yhdenmukaistaa ne perustelut, joita esitetään osakkeenomistajien merkintäetuoikeudesta poikkeamiselle listayhtiöiden tiedotteissa. Suosituksen mukaisesti tiedotteissa, joissa suunnattua osakeantia koskeva ehdotus, päätös tai tulos julkistetaan, on lainsäädännössä ja pörssin säännöissä edellytettyjen tietojen lisäksi esitettävä myös markkinatapalautakunnan suosituksen mukaiset tiedot. Tämä parantaa tiedottamisen läpinäkyvyyttä ja selkeyttää markkinatoimijoille asetettuja vaatimuksia.

#### 2.4.2 Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja

Hyvän arvopaperimarkkinatavan keskeinen periaate on kielto antaa totuudenvastaista tai harhaanjohtavaa tietoa. Tämä koskee myös jälkimarkkinoilla annettavia tietoja, mukaan lukien sisäpiiritiedon julkistaminen, jossa tiedon tulee olla tarkkaa ja oikeasisältöistä. Lain esitöissä harhaanjohtavuuden katsotaan kattavan paitsi virheellisten tai valheellisten tietojen antamisen myös olennaisten tietojen poisjättämisen, mikä voi yhtä lailla johtaa sijoittajia harhaan.<sup>57</sup> Tästä syystä sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden piiriin tulee kuulua vain riittävän täsmällinen tieto, jotta tiedon puutteellisuus ei aiheuta virheellisiä tai harhaanjohtavia vaikutelmia markkinoilla.

Esimerkkinä harhaanjohtavasta menettelystä voidaan mainita Helsingin Pörssin kurinpitolautakunnan käsittelemä Dovre Group Oyj<sup>58</sup> tapaus, jossa yhtiö rikkoi Pörssin sääntöjen liitteen B kohdan 3 määräystä, joka kieltää harhaanjohtavan tiedon antamisen. Tapauksessa yhtiö oli antanut virheellisesti otsikoitua ja luokiteltua tietoa julkistamalla sisäpiiritietona tietoa, jota se ei todellisuudessa ollut pitänyt sisäpiiritietona.

---

<sup>55</sup> Ks. tarkemmin Markkinatapalautakunnan tehtävästä ja roolista sen työjärjestyksessä. Saatavilla:

<https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2023/05/markkinatapalautakunta-tyojarjestys-2020.pdf>

<sup>56</sup> Markkinatapalautakunnan suositus suunnatuista osakeanneista 30.9.2024 saatavilla:

<https://www.cgfinland.fi/wp-content/uploads/2024/10/suositus-suunnatut-osakeannit-2024.pdf>

<sup>57</sup> HE 32/2012 vp, s. 97.

<sup>58</sup> Nasdaq Nordic sijoittajauutiset: Dovre Group Oyj:lle varoitus ja kurinpitomaksu pörssin sääntöjen rikkomisesta. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc98866c5e840abbf8161bbcc075ae46a&lang=fi>

### 2.4.3 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen sijoittajien saatavilla

Arvopaperimarkkinaoikeudelliset yleiset periaatteet edellyttävät, että tieto pidetään tasapuolisesti ja johdonmukaisesti sijoittajien saatavilla. AML:n 1 luvun 4 §:n mukaan niiden, jotka tarjoavat arvopapereita tai hakevat niitä kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla tai monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmissä, tai joilla on muutoin AML:n mukainen tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, tulee varmistaa, että sijoittajat saavat riittävästi ja yhtenäistä tietoa arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista. Tämä periaate heijastaa tehokkaiden markkinoiden teoriaa<sup>59</sup> ja päämies-agenttisuhdetta<sup>60</sup>, jotka korostavat informaation keskeistä merkitystä arvopaperimarkkinoilla. Epätasainen tai epäjohdonmukainen tiedon jakaminen voi nostaa liikkeeseenlaskijan rahoituskustannuksia ja heikentää markkinoiden tehokkuutta,<sup>61</sup> Mikä tekee tästä periaatteesta olennaisen myös kaikkien markkinatoimijoiden kannalta.

Tiedon tasapuolisen jakamisen vaatimus on keskeinen osa tiedonantovelvollisuutta koskevaa sääntelykehystä, johon kuuluvat muun muassa esiteasetus<sup>62</sup>, avoimuusdirektiivi<sup>63</sup> ja markkinoiden väärinkäyttöasetusta. AML:n 6–9 ja 11 luvuissa asetetut tiedon tasapuolisen jakamisen vaatimukset täyttyvät, kun tiedot julkistetaan ja pidetään saatavilla AML:n 10 luvun mukaisesti. Vastaavasti AML:n 3 luvun mukainen esitteen julkistaminen ja saatavilla pitäminen toteuttavat esitesääntelyn vaatimukset ja varmistavat tiedon tasapuolisen saatavuuden.

Vuonna 2015 tätä periaatetta täydennettiin johdonmukaisuusvaatimuksella, joka liittyy tiedonantamisen johdonmukaisuuteen aiempaan käytäntöön nähden.<sup>64</sup> Vaikka liikkeeseenlaskijat voivat päivittää tiedottamiskäytäntöjään, johdonmukaisuusvaatimus

---

<sup>59</sup> Tehokkaan markkinan teorian mukaan kaikki saatavilla oleva informaatio heijastuu välittömästi arvopaperin hintaan. Ks. tarkemmin Fama 1991, s. 1575–1617.

<sup>60</sup> Ks. päämies-agenttiteoriasta ja informaation epäsymmetriasta Huovinen 2004, s. 326.

<sup>61</sup> Häyrynen 2006, s. 37–40.

<sup>62</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, annettu 14.6.2017, arvopapereiden yleisölle tarjoamisesta tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta.

<sup>63</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2013/50/EU, annettu 22.10.2013, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun direktiivin 2004/109/EY ja direktiivien 2003/71/EY sekä 2007/14/EY muuttamisesta (ETA:n kannalta merkityksellinen teksti).

<sup>64</sup> HE 11/2015 vp, s. 36.

edellyttää, että muutoksista ilmoitetaan etukäteen.<sup>65</sup> Tämä periaate vahvistaa osakkeenomistajien luottamusta markkinoiden tehokkuuteen ja puolueettomuuteen.

Johdonmukaisuusvaatimus voidaan nähdä myös erillisenä periaatteena tiedonantovelvollisuuden kontekstissa ja erityisesti itsesääntelynormisto korostaa sen merkitystä.<sup>66</sup> Esimerkiksi pörssiyhtiöiden listalleottamisen edellytyksenä on tiedonantopolitiikan olemassaolo, mikä osaltaan edistää johdonmukaisuusvaatimusta.<sup>67</sup> Epäselvissä tilanteissa yhtiön tiedonantopolitiikka voi ohjata arvioimaan tiedon olennaisuutta.<sup>68</sup> Käytännössä tämä edellyttää, että jos yhtiö on aiemmin tiedottanut vastaavista asioista, sen tulee toimia johdonmukaisesti myös tulevaisuudessa.

## **2.5 Muita sääntelyn tavoitteita**

Liikkeeseenlaskijaa koskevan tiedonantovelvollisuuden keskeinen tavoite on luoda sijoittajille selkeä ja yhtenäinen kuva liikkeeseenlaskijasta.<sup>69</sup> Tämä edellyttää, että liikkeeseenlaskijan tiedottaminen on johdonmukaista, oikea ja selkeää, jotta sijoittajat voivat seurata luotettavasti ja helposti liikkeeseenlaskijan sekä sen arvopaperien kehitystä.

Laista johdettavien yleisten periaatteiden lisäksi oikeustieteellisessä tutkimuksessa on tunnistettu tiettyjä tavoitteita tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi. Esimerkiksi Huovinen<sup>70</sup> pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuutta koskevassa tutkimuksessaan on jakanut tiedonantovelvollisuuden tavoitteet seuraaviin osiin. 1) Sijoittajien suojelutavoite, joka korostaa sijoittajien turvaa ja pyrkii tasoittamaan yritysten tiedollista ylivoimaa sijoittajiin nähden. Tarkoituksena on varmistaa, että sijoittajat saavat riittävää tietoa tehdäkseen perustellumpia sijoituspäätöksiä. 2) Tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoite pyrkii vähentämään sijoittajille tiedon hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia. Tavoitteena on siis tehdä tiedon hankkimisesta mahdollisimman helppoa ja taloudellisesti kohtuullista. 3) Riittävien ja oikeiden tietojen tavoite keskittyy varustamaan sijoittajat riittävillä ja oikeilla tiedoilla, jotta he voivat tehdä perusteltuja päätöksiä. 4) Virheellisten tietojen estämisen tavoite

---

<sup>65</sup> HE 11/2015 vp, s. 36.

<sup>66</sup> Ks. Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, liite B, osa D, kohta 14.

<sup>67</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, sääntökohta 2.15.3 (b).

<sup>68</sup> Ruoho 2003, s. 123.

<sup>69</sup> HE 137/2004, s. 51.

<sup>70</sup> Huovinen 2004, s 7–8 tarkemmin ryhmitelty sääntelyn asettamista tavoitteista.

pyrkii vähentämään virheellisten tietojen leviämistä ja sijoittajien erehtymistä arvopaperimarkkinoilla. 5) Markkinoiden tehostamistavoite auttaa markkinoiden tehokasta toimintaa.

Häyrynen arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä käsittelevässä tutkimuksessaan puolestaan yhdistää Huovisen luettelemat tavoitteet kolmeen pääluokkaan<sup>71</sup>: Sijoittajansuoja ja hinnanmuodostuksen turvaaminen liittyy siihen, että sijoittajien etujen turvaaminen ja liikkeeseenlaskijoista ja arvopapereista tiedollisen edun tasapainottaminen ovat keskeisiä tavoitteita. Tietojen hankkimiskustannusten alentaminen keskittyy siihen, että sijoittajille pyritään tarjoamaan tiedot mahdollisimman edullisesti ja helposti. Tehokkuus pyrkii varmistamaan markkinoiden tehokasta toimintaa, jossa kaikki saatavilla oleva tieto heijastuu välittömästi arvopaperin hintaan. Näiden tavoitteiden ymmärtäminen auttaa hahmottamaan tiedonantovelvollisuuden laajaa merkitystä ja sen roolia arvopaperimarkkinoiden toiminnassa.

Näiden oikeustieteellisten näkökulmien lisäksi tiedonantovelvollisuus kytkeytyy laajempiin EU-tason tavoitteisiin. Unionin perustamisesta vuonna 1957 lähtien sen keskeinen päämäärä on ollut sisämarkkinoiden luominen ja kehittäminen. Sisämarkkinoiden ydinajatus perustuu tavaroiden, henkilöiden, palveluiden ja pääoman vapaaseen liikkuvuuteen jäsenvaltioiden välillä ilman esteitä.<sup>72</sup> Vuodesta 2015 alkaen EU on pyrkinyt vahvistamaan tätä kehitystä luomalla pääomamarkkinaunionin, jonka tavoitteena on yhdistää Euroopan pääomamarkkinoita entistä tiiviimmin.<sup>73</sup> Tämä edistää rahoituksen saatavuutta erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille sekä parantaa sijoittajien mahdollisuuksia toimia eri EU-maissa.<sup>74</sup>

Pääoman vapaan liikkuvuuden osalta Sopimus Euroopan unionin toiminnasta (SEUT) 63 artikla kieltää kaikki rajoitukset, jotka haittaisivat pääomien vapaata liikkumista EU:n sisällä. Tämä ei koske pelkästään syrjinnän kieltoa kansallisuuden perusteella, vaan myös säännöksiä, jotka asettavat esteitä pääoman liikkuvuudelle tai haittaavat sijoituksia muihin jäsenvaltioihin.<sup>75</sup> Tämän vuoksi kaikki jäsenvaltioiden soveltamat säännöt tai käytännöt, jotka vaikeuttavat yritysten pääoman hankintaa tai sijoittajien toimintaa rajojen yli, voivat olla

---

<sup>71</sup> Ks Häyrynen 2006, s 30–33. tarkemmin informaatio sääntelyn tavoitteista.

<sup>72</sup> SEUT 26 artikla 1 kohta.

<sup>73</sup> Komission tiedonanto ”Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma”, KOM (2015) 468 lopullinen.

<sup>74</sup> Komission tiedonanto ”Pääomamarkkinaunionin luomista koskeva toimintasuunnitelma”, KOM (2015) 468 lopullinen, s. 4.

<sup>75</sup> Craig – de Búrca 2011, s. 695.

ristiriidassa EU lainsäädännön kanssa. EU perussäädökset, kuten SEUT määräykset, ovat keskeisiä unionin pyrkimyksissä varmistaa avoimet ja tehokkaat markkinat.<sup>76</sup>

Tiedonantovelvollisuus edistää markkinoiden tehokkuutta varmistamalla, että tieto on tasapuolisesti kaikkien markkinatoimijoiden saatavilla, mikä vähentää sijoittamiseen liittyviä riskejä ja parantaa pääoman kohdentumista. Tämä on tärkeää paitsi markkinoiden toimivuuden myös EU pääomamarkkinoiden yhtenäisyyden kannalta. Arvopaperimarkkinoiden luotettava toiminta perustuu sijoittajien luottamukseen.<sup>77</sup> Sääntelyn tarkoituksena on varmistaa, että markkinoiden tehokkuus mahdollistaa pääoman oikean kohdentamisen ja kustannusten minimoimisen.<sup>78</sup>

Tehokkaiden markkinoiden periaatteen mukaan markkinat toimivat parhaiten, kun arvopaperien hinnat reagoivat nopeasti ja täsmällisesti julkiseen tietoon.<sup>79</sup> Tätä ajatusta heijastaa myös keskitehokkaiden markkinoiden malli, jossa tiedon julkistamisella on keskeinen rooli markkinoiden tehokkuuden ylläpitämisessä. Malli perustuu Faman tehokkuushypoteesiin,<sup>80</sup> jonka mukaan markkinoiden tehokkuus voidaan jakaa kolmeen eri muotoon: heikkoon, keskivahvaan ja vahvaan. Heikossa muodossa hinnat perustuvat ainoastaan aiempaan hintatietoon, kun taas vahvassa muodossa hinnat heijastavat kaikkea saatavilla olevaa tietoa, myös sisäpiiritietoa. Keskivahva tehokkuus tarkoittaa, että arvopaperien hinnat reagoivat kaikkeen julkisesti saatavilla olevaan tietoon, ja juuri tätä muotoa pidetään usein realistisimpana kuvauksena nykymarkkinoista. Suomalaisen arvopaperimarkkinan tehokkuutta koskevat tutkimustulokset ovat kuitenkin keskenään ristiriitaisia.<sup>81</sup> Joidenkin tutkimusten mukaan markkinat toimivat keskivahvalla tehokkuudella, mutta toisten mukaan ne eivät saavuta edes heikon tehokkuuden vaatimuksia.<sup>82</sup>

Liikkeeseenlaskijoille asetettu tiedonantovelvollisuus näin ollen tukee paitsi markkinoiden tasapuolista toimintaa myös sijoittajien luottamuksen säilymistä markkinoiden avoimuuteen ja oikeudenmukaisuuteen. Tämä velvollisuus on myös keskeinen osa arvopaperimarkkinoiden toimintaa EU:ssa ja edistää osaltaan pääomamarkkinoiden sujuvaa toimintaa unionin alueella.

---

<sup>76</sup> Craig – de Búrca 2011, s. 6.

<sup>77</sup> MAR, johdantolause (2).

<sup>78</sup> Häyrynen 2006, s. 30–33.

<sup>79</sup> Fama 1991, s. 1575–1617.

<sup>80</sup> Ks. Fama 1970, s. 383. Ks. myös Norros – Kaisanlahti 2021, s. 297.

<sup>81</sup> Norros – Kaisanlahti 2021, s. 297.

<sup>82</sup> Norros – Kaisanlahti 2021, s. 297.

MAR-asetuksessa tunnistetut keskeiset tavoitteet, kuten markkinoiden väärinkäytön estäminen ja sijoittajien luottamuksen varmistaminen, ovat olennaisia rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden ylläpitämiseksi.<sup>83</sup> MAR-asetuksen tavoitteet, kuten markkinoiden väärinkäytön estäminen ja sijoittajien luottamuksen varmistaminen, täydentävät tiedonantovelvollisuuden kansallisia, EU-tason tavoitteita sekä taloustieteellisiä tavoitteita. Edellä sanotut tavoitteet ovat erityisen tärkeitä, kun pyritään luomaan todelliset rahoituspalvelujen sisämarkkinat, jotka ovat ratkaisevan tärkeitä unionin taloudellisen kasvun ja työpaikkojen luomisen kannalta.<sup>84</sup>

Tässä valossa pyrittiin laatimaan yhdenmukaisempi ja vahvempi sääntelykehys, joka varmistaa markkinoiden luotettavuuden ja ehkäisee sääntelyn mahdollisia aukkoja ja niiden väärinkäyttöä. Aikaisemmin Markkinoiden väärinkäyttödirektiivillä 2003/6/EY (MAD) harmonisoitiin jäsenmaiden käytänteitä ja sääntelyä. Myöhemmin direktiivi korvattiin suoraan soveltuvalla asetuksella, koska huomattiin, että lainsäädännön, markkinoiden ja tekniikan kehitys oli muuttanut rahoitusala merkittävästi.<sup>85</sup>

### **3 Sisäpiiritiedon muodostumisen arviointi**

Tässä luvussa käsitellään sisäpiiritiedon määritelmää ja sen osatekijöitä. Tarkastelu perustuu MAR 7 artiklan määritelmään, ja jokainen osatekijä käydään läpi yksityiskohtaisesti. Osatekijät eritellään omissa osioissaan, jotta saavutetaan kattava käsitys sisäpiiritiedon moniulotteisesta luonteesta. Tarkastelu alkaa julkistamattomuus- ja täsmällisyysvaatimuksista, minkä jälkeen siirrytään rahoitusvälineliitännäisyysvaatimukseen. Lopuksi pohjustetaan olennaisuusvaatimusta, jota käsitellään tarkemmin seuraavassa luvussa.

Jatkuva tiedonantovelvollisuus perustuu MAR-asetukseen, jonka 17(1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa sisäpiiritieto mahdollisimman pian. MAR 7(1)(a) artiklassa sisäpiiritiedoksi määritellään täsmällinen ja julkistamaton tieto, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintoihin.

---

<sup>83</sup> MAR johdantolause (2).

<sup>84</sup> MAR johdantolause (1).

<sup>85</sup> MAR johdantolause (4).

MAR-asetuksen tavoitteena on turvata sijoittajien luottamus markkinoihin takaamalla tasapuolinen kohtelu ja ehkäisemällä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Sisäpiiritiedon käsitteellä pyritään määrittelemään tiedollinen etu, jonka hyödyntäminen arvopaperimarkkinoilla on kielletty.<sup>86</sup> Tätä tarkoitusta palvelevat MAR 14 artiklan mukaiset toimintakiellot, kuten sisäpiirikauppojen kieltäminen (MAR 8 artikla) ja sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen (MAR 10 artikla). Toimintakieltojen lisäksi asetetaan myös velvoitteita, kuten sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus (MAR 17 artikla) sekä velvollisuus ylläpitää sisäpiiriluettoa (MAR 18 artikla). Erityisesti julkistamisvelvollisuudella pyritään tasapainottamaan informaatioepätasapainoa markkinoilla tuomalla olennainen ei-julkinen tieto sijoittajien saataville samanaikaisesti. Lisäksi julkistamisvelvollisuuden uskotaan ennaltaehkäisevän sisäpiirikauppoja, kun kaikki tieto on samanaikaisesti kaikkien saatavilla.

Seuraavassa tarkastellaan sisäpiiritiedon määritelmän osatekijöitä. On kuitenkin huomioitava, että pelkkä näiden osatekijöiden erittely ei yksinään tarjoa riittävää konkretia sisäpiiritiedon käsitteen ymmärtämiseksi. Sijoittajien on kyettävä erottelmaan olennainen tieto epäolennaisesta, mutta toisaalta liiallinen informaatiotulva voi heikentää heidän kykyään käsitellä tietoa tehokkaasti.<sup>87</sup> Tämä voi aiheuttaa tarpeettomia kustannuksia niin liikkeeseenlaskijoille kuin sijoittajillekin.<sup>88</sup> Lisäksi on mahdollista, että liikkeeseenlaskija käyttää sisäpiiritiedon määritelmää väärin tiedottamisessaan, esimerkiksi luokittelemalla tietoa sisäpiiritiedoksi, vaikka se ei täyttäisi määritelmää.<sup>89</sup> Tämä voi johtaa harhaan ja vaikeuttaa sijoituspäätösten tekemistä.

Sisäpiiritiedon määritelmän muodostuu neljä osatekijästä, joiden kaikkien on täytyttävä, jotta sisäpiiritieto voidaan katsoa muodostuneen. Seuraavaksi tarkastellaan näitä osatekijöitä yksityiskohtaisemmin.

---

<sup>86</sup> Aalto – Sahrakorpi 2018, s. 153; Knuts 2011, s. 10. – Ks. myös Häyrynen 2006, s. 25–26.

<sup>87</sup> Häyrynen 2006, s. 38.

<sup>88</sup> Ks. Häyrynen 2006, s. 37–40.

<sup>89</sup> Ks. tästä esimerkkinä Dovre Group Oyj – Pörssin kurinpitolautakunnan päätös. Saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc98866c5e840abbf8161bbcc075ae46a&lang=fi>

### 3.1 Sisäpiiritiedon osatekijät

#### 3.1.1 Tiedon julkistamattomuusvaatimus

Sisäpiiritiedon yksi ominaisuuksista on, että se on julkistamatonta. MAR-asetuksessa ei kuitenkaan tarkasti määritellä, milloin tieto menettää julkistamattoman luonteensa ja täyttää julkisuuskriteerin. Tämä jättää julkistamattomuusvaatimuksen tulkintaan liittyviä epäselvyyksiä, jotka ovat edelleen kiistanalaisia. Myöskään aikaisempi sääntely MAD ei antanut selkeitä ohjeita tämän osalta. ESMA:n edeltäjä Committee of European Securities Regulators (CESR) painotti aiemmin, että tieto katsotaan julkiseksi, kun se on joko virallisesti julkistettu tai muutoin saatavilla markkinoilla.<sup>90</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että julkistamattomuus voidaan jakaa ajalliseen ja asialliseen ulottuvuuteen.<sup>91</sup> Ajallisesti tieto katsotaan julkiseksi heti, kun se on markkinoiden saatavilla, riippumatta siitä, ovatko sijoittajat ehtineet reagoida siihen.<sup>92</sup> Asiallisessa ulottuvuudessa arvioidaan, onko tieto julkaistu sellaisella tavalla, paikassa ja laajuudella, että se ei enää ole sisäpiiritietoa.<sup>93</sup>

Asiallisen ulottuvuuden osalta liikkeeseenlaskijan on täytettävä sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus MAR 17 artiklan mukaisesti. Tiedon on oltava helposti ja tasapuolisesti saatavilla, jotta yleisö voi arvioida sen asianmukaisesti ja oikea-aikaisesti. Pörssin sääntöjen mukaan tieto katsotaan julkiseksi, kun se on julkistettu MAR-asetuksen mukaisesti ja yleisöllä on siihen tasapuolinen ja nopea pääsy. Osana asianmukaista tiedon julkistamista liikkeeseenlaskijan on myös toimitettava tieto myös keskeisille tiedotusvälineille, Finanssivalvonnalle ja Pörssille.<sup>94</sup> Julkitulopaikan osalta riittää, että tieto on tosiasiallisesti ollut kaikkien markkinatoimijoiden saatavilla.

On kuitenkin huomattava, että sisäpiiritiedon katsotaan tulleen julkiseksi joissakin tilanteissa ilman sääntelyn mukaista julkistamista. Tämä voi tapahtua esimerkiksi tietovuodon

---

<sup>90</sup> CESR/06-562b, kohta 19.

<sup>91</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 328–329.

<sup>92</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 328–329.

<sup>93</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 329.

<sup>94</sup> MAR 17(1) artiklan ja direktiivin 2004/109/EY 21 artiklan mukaan säännellyllä markkinalla toimivilla tahoilla on velvollisuus toimittaa tiedotteet kansalliseen tiedotevarastoon. Pörssin säännöissä tekniset julkistamisvaatimukset on määritelty liitteessä B, osa D, kohta 15 ii.

seurauksena, jolloin tieto leviää markkinoille epävirallista reittiä pitkin. Tämän osalta oikeustieteellisessä tutkimuksessa esiintyy kuitenkin erimielisyyttä.<sup>95</sup> Tästä esimerkkinä voidaan mainita Fortum Oyj:n tapaus syksyllä 2022, jolloin tieto Uniperin myynnistä Saksan valtiolle vuoti julkisuuteen<sup>96</sup>, aiheuttaen osakkeen kaupankäynnin keskeyttämisen. Fortum luokitteli asiasta antamansa tiedotteen sisäpiiritiedoksi, vaikka hanke oli jo osittain vuotanut.<sup>97</sup> Tapauksessa yhtiö piti mahdollisena, että vaikka vuoto oli laaja, tieto saattoi silti säilyttää sisäpiiritiedon ominaisuutensa.

Julkistetun tiedon sisällön laajuudella on merkitystä sisäpiiritiedon arvioinnissa. Julkistetun tiedon on oltava riittävää ja täsmällistä. Jos vain vähäisiä osia tiedosta jää julkistamatta, tieto ei enää täytä sisäpiiritiedon määritelmää. Toisaalta, jos keskeiset ja olennaiset osat ovat yhä julkistamattomia ja merkityksellisiä sijoittajien päätöksenteon kannalta, yhtiöllä säilyy sisäpiiritietoa asiaan liittyen.<sup>98</sup> Tämä ilmeni myös Pörssin kurinpitolautakunnan päätöksestä vuodelta 2019, jossa Pihlajalinna Oyj:n yhteistyösopimusta koskevan sisäpiirihankkeen katsottiin jatkuneen tiedotteen julkaisun jälkeen, koska keskeisiä tietoja ei ollut vielä kyseisestä hankkeesta julkistettu.<sup>99</sup>

### 3.1.2 Tiedon täsmällisyysvaatimus

Sisäpiiritiedon tulee olla riittävän tarkkaa eli täsmällistä. Täsmällisyyskriteeri rajaa sisäpiiritiedon ulkopuolelle epävarmat tiedot, jotka eivät tarjoa sijoittajille sellaista tiedollista etumatkaa, jota sisäpiiritiedon määritelmä edellyttää.<sup>100</sup> Sisäpiiritiedon täsmällisyysvaatimuksen tarkempi sisältö on määritelty MAR 7(2) artiklassa.

Tiedon katsotaan olevan luonteeltaan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa

---

<sup>95</sup> Häyrynen 2006, s. 110; Knuts 2011, s. 67–68. Häyrysen mukaan tietovuodon myötä julkiseksi tullut tieto menettää sisäpiiritiedon luonteensa, kun taas Knuts katsoo, ettei vuotanut tieto ole sääntelyn tarkoittamalla tavalla saatettu markkinoiden saataville ja siten säilyy sisäpiiritietona.

<sup>96</sup> Ks. Kauppalehti 21.9.2022: Bloomberg: Saksa kansallistaa Uniperin – Fortum ei kommentoi. Saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/bloomberg-saksa-kansallistaa-uniperin-fortum-ei-kommentoi/1ecf4ef6-4773-4d0a-8964-d893cf658690>

<sup>97</sup> Ks. Fortum Oyj, Pörssitiedote 20.9.2022 klo 17.20. Saatavilla: <https://csf.omxgroup.com/cns-web/oam/viewOamDisclosure.action?disclosureId=413102>

<sup>98</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 334. Ks. myös KKO 2006:110 osatiedon julkistamattomuudesta.

<sup>99</sup> Ks. Nasdaq 2019: Pihlajalinna Oyj:lle varoitus ja kurinpitomaksu pörssin sääntöjen rikkomisesta. Saatavilla: <https://www.nasdaq.com/press-release/pihlajalinna-oyj:lle-varoitus-ja-kurinpitomaksu-porssin-saantojen-rikkomisesta-2019>

<sup>100</sup> Knuts 2011, s. 46; HE 137/2004 vp, s. 60.

ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, edellyttäen että se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten, kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien hyödykkeitä koskevien spot-sopimusten tai päästöoikeuksiin perustuvien huutokauppatuotteiden hintoihin.

MAR 7(2) artiklasta on huomattavissa, ettei täsmällisyys edellytä täydellistä varmuutta tapahtuman toteutumisesta. Samoin vanhan arvopaperimarkkinalain esitöissä korostettiin, että täsmällisyysvaatimus ei edellytä täydellistä varmuutta tapahtuman toteutumisesta vaan riittää, että tapahtumalle on olemassa tosiasiallinen mahdollisuus.<sup>101</sup>

Euroopan unionin tuomioistuin (EUT) tarkensi sisäpiiritiedon täsmällisyysvaatimusta *Geltl*-ratkaisussaan, joka on otettu huomioon myös MAR-asetuksessa.<sup>102</sup> MAR 7(2) artiklan mukaan pitkäkestoisissa menettelyissä täsmälliseksi tiedoksi katsotaan tulevat olosuhteet tai tulevat tapahtuma sekä kyseisten menettelyjen välivaiheet.<sup>103</sup> MAR 7 artiklan kolmannessa kohdassa täsmennetään, että pitkäkestoisen menettelyn välivaihe on sisäpiiritietoa, jos kyseistä välivaihetta koskeva tieto täyttää sisäpiiritiedon kriteerit.

*Geltl*-tapauksessa EUT otti kantaa myös siihen, mitä täsmällisyyskriteerin edellytys *voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan* tarkoittaa, eli millaista todennäköisyyttä olosuhteilta tai tapahtuman toteutumiselta edellytetään. EUT:n mukaan tämä edellytys viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, joissa tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella on selvää, että niiden ilmenemiselle tai toteutumiselle on olemassa todellinen mahdollisuus.<sup>104</sup> Oikeuskirjallisuudessa tätä on tulkittu kahdella tavalla. Ensimmäisen näkemyksen mukaan tapahtuman tulee olla todennäköisempi kuin epätodennäköinen, eli sen todennäköisyyden tulisi ylittää 50 prosenttia.<sup>105</sup> Toinen näkemys puolestaan katsoo, että myös pienellä todennäköisyydellä varustettu tapahtuma voi olla sisäpiiritietoa, jos sillä voi olla merkittävä vaikutus rahoitusvälineen hintaan.<sup>106</sup> *Geltl* ratkaisusta johdettu todennäköisyyteen perustuva

---

<sup>101</sup> HE 137/2004 vp, s. 60. Ks. myös Kotiranta 2014, s. 273–283.

<sup>102</sup> Euroopan unionin tuomioistuin, asia C-19/11, Markus *Geltl* v. Daimler AG, tuomio 28.6.2012

<sup>103</sup> EUT, asia C-19/11, Markus *Geltl* v. Daimler AG, tuomion kohta 40.

<sup>104</sup> EUT, asia C-19/11, Markus *Geltl* v. Daimler AG, tuomion kohta 49.

<sup>105</sup> Ks. Krause – Brellochs 2013, s. 288–289; Kotiranta 2014, s. 275.

<sup>106</sup> Turtiainen 2022a, s. 531.

tulkinta on herättänyt kritiikkiä, erityisesti monimutkaisissa tilanteissa, joissa tulevien vaiheiden todennäköisyys on vaikea määrittää.<sup>107</sup>

Geltl-ratkaisussa tuotiin myös esiin se, että vaatimusta täsmällisyydestä, jossa todetaan, *voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan*, ei pitäisi tulkita niin, että otettaisiin huomioon olosuhteiden tai tapahtuman mahdolliset hintavaikutukset.<sup>108</sup> Tämä vahvistaa näkemyksen, jonka mukaan täsmällisyys ja olennaisuus ovat sisäpiiritiedon määritelmässä erillisiä arviointikriteerejä, jotka on pidettävä erillään toisistaan.<sup>109</sup> Ennen Geltl-ratkaisua kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa oli kuitenkin katsottu, että vaikka tieto ei olisi täysin täsmällistä, se voisi silti täyttää täsmällisyyden vaatimuksen, jos se olisi riittävän olennaista.<sup>110</sup> Tämä näkemys ei kuitenkaan saanut tukea Geltl-ratkaisusta, joka pyrki erottamaan nämä kaksi kriteeriä toisistaan. EUT myöhemmin täsmensi Lafonta-ratkaisussaan vuonna 2015, että sisäpiiritiedon täsmällisyys edellyttää tiedon olevan riittävän konkreettista tai erityistä. Tiedon on oltava sellainen, että sen perusteella voidaan arvioida, ovatko sen kohteena olevat olosuhteet tai tapahtuma sellaisia, että niillä on todennäköisesti vaikutusta kyseisten rahoitusvälineiden hintaan.<sup>111</sup>

Sisäpiiritiedon määritelmän ulkopuolelle jätetään epämääräiset tai yleiset tiedot, joiden perusteella ei voida tehdä mitään johtopäätöstä niiden mahdollisesta vaikutuksesta kyseessä olevien rahoitusvälineiden hintaan. Tämän perusteella voidaan katsoa, että täsmällisyysvaatimus korostaa tiedon konkreettisuutta, mutta ei edellytä hintavaikutuksen suunnan täsmällistä ennakoimista.<sup>112</sup> Sen sijaan riittää, että tiedon perusteella voidaan arvioida sen todennäköisesti vaikuttavan merkittävästi rahoitusvälineiden hintaan tavalla, joka antaa markkinoimijoille mahdollisuuden hyödyntää tiedollista etu.<sup>113</sup>

Edellä mainitun perusteella MAR-asetuksen 7(2) kohdan sanamuoto korostaa, että tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden hintaan. Vaikka tämä vaikuttaa viittaavan myös vaikutuksen suunnan arvioimiseen, oikeuskäytännössä suunnan tarkka ennustaminen ei ole ollut

---

<sup>107</sup> Turtiainen 2022a, s. 531.

<sup>108</sup> EUT, asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG, tuomion kohta 73.

<sup>109</sup> EUT, asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG, tuomion kohdat 50–56.

<sup>110</sup> Knuts 2011, s. 47–48; Häyrynen 2009, s. 132–133.

<sup>111</sup> EUT, asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (AMF), tuomio 11.3.2015, kohta 31.

<sup>112</sup> EUT, asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (AMF), tuomio 11.3.2015, kohta 31.

<sup>113</sup> Ventruruzzo – Picciau 2017, s. 278.

täsmällisyyden kannalta keskeistä. Tällainen tulkinta ehkäisee tilannetta, jossa sisäpiiritiedon hyväksikäyttäjät voisi väittää, ettei ollut mahdollista arvioida tiedon hintavaikutusta. Samoin liian tiukat ennakointivaatimukset voisivat johtaa siihen, ettei merkityksellistä tietoa luokitella sisäpiiritiedoksi. Täsmällisyys- ja olennaisuusvaatimuksen välinen suhde on osin tulkinnanvarainen. Olennaisuusvaatimus, joka on tämän tutkimuksen keskiössä, kohdistuu kuitenkin siihen, onko tiedolla kyky vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan. Täsmällisyyden arvioinnissa taas korostuu tiedon riittävä konkreettisuus, ei hintavaikutuksen suunnan tarkka arviointi.

Suomessa korkein oikeus (KKO) käsittelee täsmällisyysvaatimusta tapauksessa KKO 2006:110, jossa Sampo Oyj:n neuvottelutarjousta Pohjolan osakkeiden ostamisesta arvioitiin sisäpiiritietona. KKO katsoi, että vaikka kaupan toteutuminen ei ollut varmaa, sille oli olemassa tosiasiallinen mahdollisuus, minkä vuoksi tieto täytti täsmällisyysvaatimuksen.<sup>114</sup> Tämä linjaus heijastelee aiemmin esitettyjä EU-oikeuskäytännön periaatteita ja osoittaa, että täsmällisyyden arvioinnissa huomioidaan tilanteiden kokonaisvaltainen arviointi ilman täydellisen varmuuden vaatimusta.

Lopuksi täsmällisyyden osalta on hyvä nostaa esiin uusi sääntely, joka liittyy erityisesti täsmällisyysvaatimukseen. Euroopan komissio julkaisi 7. joulukuuta 2022 ehdotuksen MAR-asetuksen muuttamiseksi, osana niin sanottua listautumissäädöspakettia (Listing Act), jonka tavoitteena on lisätä unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuutta erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten näkökulmasta.<sup>115</sup> Tuleva sääntely tuo mukanaan muutoksen jo edellä mainittuun pitkäkestoisten menettelyjen tiedonantovelvollisuuteen.<sup>116</sup> Uuden sääntelyn myötä pitkäkestoisten prosessien osalta ei enää tarvitse tiedottaa pelkistä aikomuksista, käynnissä olevista neuvotteluista tai niiden etenemisestä.<sup>117</sup> Tämä tarkoittaa, että esimerkiksi yritysten välisten kokousten kaltaisista väliaikaisista tapahtumista ei tarvitse ilmoittaa markkinoille. Uusi sääntely keskittyy ja edellyttää lopullisten olosuhteiden tai lopullisen tapahtuman julkistamiseen.<sup>118</sup> Esimerkiksi sulautumistilanteessa

---

<sup>114</sup> KKO 2006:110, kohta 18.

<sup>115</sup> Komission ehdotus asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi, COM (2022) 762 final.

<sup>116</sup> Euroopan unionin neuvoston lehdistötiedote 8.10.2024. Saatavilla: <https://www.consilium.europa.eu/fi/press/press-releases/2024/10/08/listings-on-european-stock-exchanges-council-adopts-the-listing-act/>

<sup>117</sup> Euroopan parlamentin lainsäädäntöpäätöslauselma 24.4.2024, perustelukappale 67.

<sup>118</sup> Euroopan parlamentin lainsäädäntöpäätöslauselma 24.4.2024, perustelukappale 67.

tiedonantovelvollisuus täytyisi uuden sääntelyn myötä vasta siinä vaiheessa, kun johto on tehnyt päätöksen sulautumissopimuksen hyväksymisestä.<sup>119</sup> Muutos velvoittaa liikkeeseenlaskijan pitämään välivaiheet luottamuksellisina siihen saakka, kunnes lopullinen tapahtuma tai sen olosuhteet on julkistettu.<sup>120</sup>

### 3.1.3 Tieto liittyy rahoitusvälineeseen tai liikkeeseenlaskijaan

Sisäpiiritiedon tulee liittyä suoraan tai välillisesti rahoitusvälineeseen tai sen liikkeeseenlaskijaan. Suomessa tätä yhteyttä ei perinteisesti ole pidetty erillisenä määritelmän osatekijänä, vaan se on sisällytetty osaksi laajempaa olennaisuusvaatimusta.<sup>121</sup> Rahoitusvälineliitännäisyyden erottaminen omaksi osatekijäkseen selkeyttää liikkeeseenlaskijan velvollisuutta julkistaa sisäpiiritietoa. Tämän vuoksi tässä tutkimuksessa sisäpiiritiedon määritelmää tarkastellaan siten, että rahoitusvälineliitännäisyys huomioidaan itsenäisenä osatekijänä.

Sisäpiiritieto voidaan jaotella tiedon kohteen perusteella kolmeen pääluokkaan: liikkeeseenlaskijatietoon, markkinatietoon ja itsetietoon.<sup>122</sup> Liikkeeseenlaskijatiето kattaa tiedot, jotka ovat peräisin liikkeeseenlaskijalta ja liittyvät suoraan siihen.<sup>123</sup> Tämä tiedon laji kuuluu erityisesti sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden piiriin.<sup>124</sup>

Markkinatieto puolestaan käsittää tiedot, jotka liittyvät markkinoiden toimintaan tai muihin markkinoimijoihin ilman suoraa yhteyttä liikkeeseenlaskijaan. Esimerkiksi luottoluokituslaitosten julkaisemilla muutoksilla voi olla vaikutusta rahoitusvälineisiin, mutta koska tieto on jo julkistettu luottoluokittajan toimesta, liikkeeseenlaskijalla ei ole julkistamisvelvollisuutta.<sup>125</sup>

Itsetieto viittaa markkinoimijan omaan, vielä julkistamattomaan tietoon tulevista toimistaan, joilla voi olla vaikutusta tietyn rahoitusvälineen kurssiin.<sup>126</sup> Tämä tieto liittyy toimijan omiin suunnitelmiin tai päätöksiin, jotka eivät ole vielä yleisessä tiedossa, mutta ovat merkityksellisiä

---

<sup>119</sup> Euroopan parlamentin lainsäädäntöpäätöslauselma 24.4.2024, perustelukappale 67.

<sup>120</sup> Euroopan parlamentin lainsäädäntöpäätöslauselma 24.4.2024, perustelukappale 69.

<sup>121</sup> Turtiainen 2022a, s. 529 ja Knuts 2011, s. 293.

<sup>122</sup> Knuts 2011, s. 35.

<sup>123</sup> Knuts 2011, s. 35.

Knuts 2011, s. 35. Ks. myös ESMA 70-145-111, *Questions and Answers on the Market Abuse Regulation*.

<sup>125</sup> ESMA 70-145-111, kohta A5.8. Ks. myös Turtiainen 2022b, s. 707.

<sup>126</sup> Knuts 2011, s. 35.

rahoitusvälineen hintaan nähden.<sup>127</sup> Oikeuskirjallisuudessa vallitsee näkemys, että itsetieto on sisäpiiritietoa, vaikka asiasta on myös eriäviä mielipiteitä.<sup>128</sup> Jos itsetieto suljettaisiin sisäpiiritiedon ulkopuolelle, sitä voitaisiin hyödyntää markkinoilla vapaasti, mikä heikentäisi sääntelyn tavoitetta suojata markkinoiden luotettavuutta ja sijoittajien yhdenvertaisuutta. Tässä tutkimuksessa omaksutaan kanta, että myös itsetieto voi täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkit.

Euroopan yhteisöjen tuomioistuin<sup>129</sup> käsitteli itsetiedon merkitystä tapauksessa *Ypourgos Oikonomikon ja Proïstamenos DOY Amfissas vastaan Charilaos Georgakis*, jossa arvioitiin sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja sen määrittelyä.<sup>130</sup> Tapauksessa yhtiön pääosakkaat ja hallituksen jäsenet sopivat toimista, joilla pyrittiin keinotekoisesti tukemaan yhtiön osakekurssia. Tuomioistuin tarkasteli sisäpiiritiedon muodostumista kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin arvioitiin, olivatko taloudellisten neuvonantajien antamat suositukset sisäpiiritietoa.<sup>131</sup> Tuomioistuin katsoi, että pelkkä suositus, joka annetaan tiettyyn asiantuntemukseen perustuen, ei täytä sisäpiiritiedon edellytyksiä.<sup>132</sup> Toiseksi tarkasteltiin, oliko osakkeenomistajien ja hallituksen jäsenten tekemä päätös osakekurssin tukemisesta sisäpiiritietoa. Tuomioistuin katsoi, että päätös oli sisäpiiritietoa, koska se vahvisti osapuolten yhteisen näkemyksen ja suunnitelman liiketoimista, joilla yhtiön osakekurssia pyrittiin manipuloimaan.<sup>133</sup> Lisäksi tuomioistuin totesi, että kyseisen tiedon julkistaminen olisi todennäköisesti aiheuttanut osakkeen arvon romahtamisen.<sup>134</sup> Tapaus osoittaa, että markkinatoimijoiden oma päätös voi tietyissä tilanteissa muodostaa sisäpiiritiedon, vaikka tieto ei perustuisi liikkeeseenlaskijan toimintaan. Tämä tarjoaa konkreettisen esimerkin itsetiedosta ja sen merkityksestä sisäpiiritiedon arvioinnissa.

MAR-asetuksessa ei tarkasti määritellä, milloin tieto liittyy suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan. CESR on aiemmin laatinut esimerkkiluettelon tiedoista, jotka voidaan katsoa suoraan liikkeeseenlaskijaan liittyviksi.<sup>135</sup> Näitä ovat muun muassa tiedot, jotka

---

<sup>127</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 342.

<sup>128</sup> Ks. eriävät mielipiteet teoksessa Parkkonen – Knuts 2014, s. 342 sekä alaviite 580. Puoltava näkemys itsetiedon sisäpiiritiedon luonteesta, ks. Knuts 2011, s. 41–45. Toisaalta on tärkeää huomioida, että MAR:n mukaan omien kaupankäyntisuunnitelmien pohjalta toimimista ei tulkita sisäpiiritiedon käytöksi (MAR:n johdantolause (31))

<sup>129</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin on Euroopan unionin tuomioistuimen edeltäjä. Tapauksessa sovellettiin sen aikaista sisäpiiritietoa koskevaa sääntelyä, eli neuvoston direktiiviä 89/592/ETY, annettu 13 päivänä marraskuuta 1989, sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta.

<sup>130</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, asia C-391/04, annettu 10.5.2007.

<sup>131</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, asia C-391/04, annettu 10.5.2007, kohta 25.

<sup>132</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, asia C-391/04, annettu 10.5.2007, kohta 27.

<sup>133</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, asia C-391/04, annettu 10.5.2007, kohta 33.

<sup>134</sup> Euroopan yhteisöjen tuomioistuin, asia C-391/04, annettu 10.5.2007, kohta 34.

<sup>135</sup> CESR/06-562b, s. 7–8.

koskevat muutoksia liiketoiminnassa, määräysvallassa, johdossa, osakepääomassa, osakelajeissa tai omaisuuden arvossa. Lisäksi muutokset odotettuun voittoon tai tappioon, muutokset liiketoiminta-alueisiin, oikeudenkäynnit, maksukyvyttömyysmenettelyt tai yritysjärjestelyihin liittyvä tieto voi olla suoraan liikkeeseenlaskijaan kohdistuvaa tietoa

#### 3.1.4 Tiedon olennaisuus

Sisäpiiritiedon määritelmän viimeinen osatekijä, olennaisuusvaatimus, on tämän tutkielman keskeinen tarkastelukohde. Tässä osiossa pohjustetaan olennaisuusvaatimuksen käsitettä ja siihen liittyviä tulkintakysymyksiä, ennen kuin seuraavassa luvussa syvennyttään yksityiskohtaisemmin sen arviointiin ja käytännön soveltamiseen. Tutkielmassa keskitytään erityisesti osakkeisiin liittyvään olennaisuuteen, vaikka sisäpiiritieto voi kattaa myös muita rahoitusvälineitä.<sup>136</sup>

Olennaisuusvaatimus tarkoittaa, että tiedon julkistamisen seurauksena sen on arvioitu todennäköisesti vaikuttavan huomattavasti rahoitusvälineen hintaan. Tämä arvio perustuu päätöksentekohetkellä käytettävissä oleviin tietoihin, eikä mahdollisilla jälkikäteisillä hintavaikutuksilla ole ratkaisevaa asemaa.<sup>137</sup> Jos kuitenkin jälkikäteen ilmenee merkittävä kurssivaikutus, sitä voidaan käyttää indikaationa siitä, että kyseinen tieto oli olennainen ja olisi tullut huomioida jo ennen päätöksentekoa.<sup>138</sup> Tämä tekee olennaisuuden arvioinnista monitasoisen ja korostaa tarvetta tarkastella vaikutuksia sekä etukäteen (*ex ante*) että jälkikäteen (*ex post*).

MAR-asetuksessa olennaisuuden arviointiin käytetään niin sanottua *järkevän sijoittajan testiä*.

MAR 7(4) mukaan:

tiedolla, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin, jos se julkistettaisiin, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.

Järkevä sijoittaja käsitetään rationaaliseksi toimijaksi, mutta ei yltiörationaaliseksi.<sup>139</sup> Järkevä sijoittaja voi pitää merkityksellisinä myös sellaisia tietoja, jotka myöhemmin osoittautuvat

---

<sup>136</sup> Esimerkiksi joukkovelkakirjalainan markkinahintaan voivat vaikuttaa erilaiset tekijät kuin osakkeen arvoon. Joukkovelkakirjalainojen osalta olennaisuus liittyy erityisesti tietoihin, jotka vaikuttavat liikkeeseenlaskijan kykyyn vastata lainaan liittyvistä sitoumuksista.

<sup>137</sup> MAR:n johdantolauseet (14) ja (15).

<sup>138</sup> Häyrynen 2009, s. 74. Ks. myös Turtiainen 2022a, s. 543 ja MAR:n johdantolause (15).

<sup>139</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 337–338.

vähäisemmiksi, ja toisaalta jättää huomioimatta tietoja, jotka jälkikäteen osoittautuvat olennaisiksi.<sup>140</sup>

Olennaisuusvaatimus asettaa näin ollen rajan sille, mitkä tiedot eivät ole riittävän merkittäviä kuuluakseen sisäpiiritiedon piiriin.<sup>141</sup> Liikkeeseenlaskijan näkökulmasta olennaisuuden arviointi vaatii paitsi tiedon suhteuttamista aiemmin julkistettuun tietoon myös tarkastelua siitä, miten uusi tieto täydentää olemassa olevaa kokonaiskuvaa yhtiön tilanteesta.<sup>142</sup>

Olennaisuuden arvioinnissa keskeistä on myös sen tarkastelu, luoko tieto kannustimen käydä kauppaa (*incentive to trade*).<sup>143</sup> Tällainen kannustin syntyy, jos tiedon lisääminen markkinoiden nykyiseen kokonaisinformaatioon vaikuttaa arvostukseen ja johtaa järkevän sijoittajan osto- tai myyntipäätökseen.<sup>144</sup> Haasteena on, että tiedon merkitys ja vaikutus voivat vaihdella markkinatilanteen, sijoittajien odotusten ja tiedon sisällön mukaan. Lisäksi tiedonantovelvollisuus voi syntyä myös yksittäisten seikkojen yhteisvaikutuksesta, jos ne yhdessä muodostavat arvopaperin arvoon vaikuttavan kokonaisuuden.<sup>145</sup>

Tämä korostaa liikkeeseenlaskijoiden vastuuta arvioida tietojen kokonaisuutta tulkinnanvaraisen sääntelyn puitteissa. Virhearvioinnin riski on kuitenkin aina olemassa, mikä voi johtaa olennaisen tiedon julkistamatta jättämiseen tai vähämerkityksellisen tiedon virheelliseen luokitteluun sisäpiiritiedoksi.

Seuraavassa osiossa tarkastellaan pörssiyhtiöiden suorittamaa olennaisuuden arviointia. Tavoitteena on esittää keskeisimmät tulkintaohjeet ja havainnollistaa myös kyseistä arviointia listayhtiöiden tiedottamiskäytäntöjen kautta.

## 4 Tiedon olennaisuusvaatimus ja sen arviointi

Tässä luvussa tarkastellaan sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointia suomalaisen pörssiyhtiön ja sen toimintaympäristön kontekstissa. Luvun tavoitteena on vastata tutkimuskysymyksiin, jotka koskevat sitä, milloin tietoa voidaan pitää olennaisena MAR 7(1) artiklan tarkoittamalla

---

<sup>140</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 337–338.

<sup>141</sup> MAR:n johdantolause (14) ja Knuts 2011, s. 84–85.

<sup>142</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 169.

<sup>143</sup> Moloney 2014, s. 722.

<sup>144</sup> Moloney 2014, s. 722.

<sup>145</sup> Parkkonen – Knuts 2014, s. 155.

tavalla, miten järkevän sijoittajan käsite tulisi ymmärtää olennaisuusarvioinnissa, ja miten informaation epäsymmetria liikkeeseenlaskijoiden ja sijoittajien välillä vaikuttaa arviointiin.

Olennaisuusvaatimus on keskeinen osa sisäpiiritiedon määritelmää, sillä se rajaa, mitkä tiedot ja tapahtumat voivat vaikuttaa rahoitusvälineiden hintaan. Tämä vaatimus toimii käytännössä suodattimena, jonka avulla pörssiyritykset arvioivat, mitkä tiedot ovat merkityksellisiä sisäpiiritiedon kannalta. Olennaisuusvaatimus sulkee pois vähämerkitykselliset tiedot sisäpiiritiedon määritelmän soveltamisalasta.<sup>146</sup>

Vaikka sisäpiiritiedon määritelmä koostuu useista osatekijöistä, olennaisuusvaatimuksen arviointi saattaa edellä mainitusta syystä käytännössä tulla liikkeeseenlaskijan tarkastelussa esille jo varhaisessa vaiheessa, kun liikkeeseenlaskija pyrkii arvioimaan, täyttääkö tieto sisäpiiritiedon kriteerit. Arviointi sääntelyn antamien ohjeiden puitteissa voi kuitenkin olla haastavaa, ja virhemarginaali saattaa olla suuri. Tämä voi johtaa joko olennaisen tiedon julkistamisen laiminlyöntiin tai vähämerkityksellisen tiedon virheelliseen luokitteluun sisäpiiritiedoksi.

Tässä osiossa tullaan keskittymään siihen, mitä tarkoitetaan olennaisuudella sisäpiiritiedon määritelmässä. Tässä osiossa käsitellään, miten pörssiyritysten tulisi arvioida sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimusta ja havainnollistetaan esimerkinomaisesti minkälaisia tapahtumia pörssiyrityksessä voi olla, joita voidaan pitää olennaisina, edellyttäen, että ne täyttävät MAR 7 artiklan vaatimukset. Luvussa tarkastellaan myös järkevän sijoittajan testiä, joka on keskeinen työkalu olennaisuuden arvioinnissa. Lisäksi analysoidaan, miten olennaisuusvaatimus on ymmärretty oikeuskäytännössä ja miten erilaiset tulkinnat voivat vaikuttaa liikkeeseenlaskijoiden toimintaan. Luvun lopuksi tarkastellaan valittujen pörssiyritysten, Nokia Oyj:n, Lehto Group Oyj:n, Nokian Renkaat Oyj:n ja Nurminen Logistics Oyj:n, tiedottamiskäytänteitä. Tavoitteena on havainnollistaa, miten sisäpiiritietoa arvioidaan ja miten olennaisuusvaatimusta käytännössä tulkitaan.

#### **4.1 Sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimus pörssiyrityksen toimintaympäristössä**

---

<sup>146</sup> Knuts 2011, s 85.

Sisäpiiritiedon määrittely pörssiyhtiön näkökulmasta perustuu MAR-asetuksen 7 artiklassa säädettyihin osatekijöihin. Tieto katsotaan sisäpiiritiedoksi vain, jos se täyttää kaikki määritelmän kriteerit: tiedon on oltava julkistamatonta, täsmällistä, liittyttävä rahoitusvälineeseen ja täytettävä olennaisuusvaatimus, eli sillä on oltava todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan.

Vaikka tässä tutkielmassa keskitytään erityisesti tiedon olennaisuuteen, yhtiön on arvioitava jokainen sisäpiiritiedon määritelmän osatekijä kokonaisuutena ja suhteessa toisiinsa.<sup>147</sup> Esimerkiksi julkistamaton hanke, joka täyttää täsmällisyyden ja rahoitusvälineliitännäisyyden kriteerit, ei yksinään riitä tekemään tiedosta sisäpiiritietoa, ellei sitä voida pitää olennaisena. Tämän vuoksi arviointi ei voi perustua pelkästään yksittäisiin kriteereihin, vaan se edellyttää laajempaa kokonaisarviointia, jossa osatekijät suhteutetaan toisiinsa ja vallitseviin olosuhteisiin.

Olennaisuusvaatimuksen ydin on, että tiedolla on todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan. Tieto, jonka vaikutus hintaan on vähäinen, ei täytä sisäpiiritiedon määritelmää Pörssiyhtiön on arvioitava sekä vaikutuksen suuruutta että sen todennäköisyyttä.<sup>148</sup> Arvioinnissa keskeistä on myös, käyttäisikö järkevä sijoittaja kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä perustana. Lisäksi on huomioitava MAR 7 artiklan 4 kohdan sanamuoto, jonka mukaan järkevä sijoittaja *todennäköisesti* käyttäisi tietoa osana sijoituspäätöksensä perustaa. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että vaikutus sijoituspäätökseen pitäisi olla täysin varma, mutta pelkkä mahdollisuus ei myöskään riitä.<sup>149</sup> Arviointi tapahtuu siis jossain varmuuden ja epävarmuuden välimaastossa.

Olennaisuusvaatimus ja siihen liittyvä järkevän sijoittajan käsite ilmentävät sääntelyn joustavuutta, joka vaikuttaa olevan tietoinen ratkaisu lainsäätäjältä.<sup>150</sup> Hintavaikutuksen merkittävyys on keskeinen arviointiperuste, mutta sääntely ei aseta tarkkaa prosenttirajaa määrittämään, milloin vaikutus katsotaan huomattavaksi. Tämä joustavuus mahdollistaa arvioinnin mukauttamisen erilaisiin rahoitusvälineisiin ja markkinaolosuhteisiin. Esimerkiksi likvidien ja vähemmän likvidien osakkeiden kohdalla tiedon vaikutukset voivat vaihdella

---

<sup>147</sup> Kotiranta 2014, s. 277.

<sup>148</sup> Dittmar & Indrenius 2017, s. 85.

<sup>149</sup> Veil 2022, s. 209.

<sup>150</sup> Ks. tarkemmin määritelmän joustavuudesta ja tarkoituksperästä Turtiainen 2022a, s. 542 sekä CESR/06-562b, kohta 1.13.

merkittävästi, mikä korostaa arvioinnin kontekstisidonnaisuutta.<sup>151</sup> Lisäksi olennaisuusvaatimus ei edellytä hintavaikutuksen suunnan olevan tiedossa etukäteen, mikä antaa liikkeeseenlaskijoille enemmän liikkumavaraa tietojen arvioinnissa.<sup>152</sup>

Olennaisuusvaatimuksen arvioinnissa tiedon vaikutusta rahoitusvälineen hintaan tulee tarkastella suhteessa markkinoiden tavanomaisiin muutoksiin. Rikoslain esitöissä on esimerkiksi korostettu, että sisäpiiritiedon vaikutusta tulee arvioida suhteessa päivittäisiin markkinavaihteluihin, kuten muutaman prosentin äkillisiin kurssimuutoksiin.<sup>153</sup> Tämä korostaa, että tiedon olennaisuus ei ole universaali tai pysyvä ominaisuus, vaan se on suhteellinen ja tilannesidonnainen. Viime kädessä arvio olennaisuudesta riippuu siitä, miten tieto vaikuttaisi järkevän sijoittajan päätöksentekoon arvioitavana ajankohtana.<sup>154</sup>

Lisäksi CESR:n antama tulkintaohjeistus<sup>155</sup> MAD-aikaisesta sääntelykehyksestä voi edelleen tarjota arvokasta tulkinta-apua MAR-asetuksen soveltamisessa. Ohjeistuksen mukaan Yksi keskeinen indikaattori on, onko samantyyppisellä tiedolla aiemmin ollut huomattava hintavaikutus.<sup>156</sup> Tämä ei kuitenkaan ole yksiselitteinen kriteeri, sillä markkinat muuttuvat jatkuvasti, eikä aiempi hintareaktio välttämättä ole suoraan sovellettavissa uusiin tilanteisiin. Esimerkiksi yhtiön liiketoiminnan laajentuessa tai markkinasentimentin muuttuessa aiemmin merkittäväksi katsottu tieto ei välttämättä enää ole olennaista.

Toinen tulkintaindikaattori liittyy analyytikoiden ennusteisiin ja tutkimuksiin tiedon hintaherkkyydestä.<sup>157</sup> Analyytikoiden tehtävänä on seurata markkinoita ja yksittäisiä yhtiöitä sekä tuottaa hyödyllistä tietoa sijoituspäätösten tueksi.<sup>158</sup> Lisäksi he arvioivat, miten markkinat mahdollisesti reagoivat tiettyyn tapahtumaan tai olosuhteeseen. Analyytikoiden tarjoama markkinainformaatio lisää liikkeeseenlaskijan taloudellisen tilan, toimintaympäristön ja tulevaisuudennäkymien läpinäkyvyyttä sekä parantaa markkinoiden ymmärrystä yhtiöstä.<sup>159</sup> Ennusteiden merkitys korostuu erityisesti silloin, kun liikkeeseenlaskijan hallussa oleva tieto poikkeaa merkittävästi analyytikoiden odotuksista. Finanssivalvonnan mukaan tällöin voi olla

---

<sup>151</sup> Turtiainen 2022a, s. 542–543.

<sup>152</sup> Turtiainen 2022a, s. 542.

<sup>153</sup> HE 254/1998 vp, s. 35.

<sup>154</sup> Moloney 2014, s. 722; Salo – Oksaharju 2019, s. 419.

<sup>155</sup> CESR/06-562b.

<sup>156</sup> CESR/06-562b kohta 1.14.

<sup>157</sup> CESR/06-562b kohta 1.14.

<sup>158</sup> Ks. Annola 2002, s. 3–19 analyytikoiden toimenkuvasta arvopaperimarkkinoilla.

<sup>159</sup> Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2023–30.10.2023, saatavilla:

<https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/markkinat-tiedotteet/markkinat-tiedote-2023/liikkeeseenlaskijoiden-yhteydenpito-analyytikoihin/>

tarpeen arvioida tiedonantovelvollisuuden täyttymistä. Velvollisuus voi syntyä, jos markkinoilla on muodostunut selkeä konsensus, johon nähden yhtiön sisäinen tieto poikkeaa olennaisesti.<sup>160</sup> Vaikka liikkeeseenlaskijalla ei yleensä ole velvollisuutta oikaista analyytikoiden arvioita tai julkaista tulosvaroitusta pelkästään ennusteista poikkeavien analyysien perusteella, sen tulee silti arvioida, johtuuko mahdollinen eroavaisuus siitä, että aiemmin julkistettu tieto on ollut epäselvää tai riittämätöntä.<sup>161</sup>

Kolmas indikaattori liittyy yhtiön omiin aiempiin tiedonantokäytäntöihin. Jos yhtiö on aiemmin kohdellut samankaltaisia tapahtumia sisäpiiritietona, se voi antaa viitteitä arvioinnin johdonmukaisuudesta.<sup>162</sup> Tämä on myös rajoittunut indikaattori, koska olosuhteet, jota vastaan arvio tehdään voi muuttua.

Oikeuskirjallisuudessa sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksella on tunnistettu kaksi keskeistä ulottuvuutta.<sup>163</sup> Ajallinen ja järkevän sijoittajan ulottuvuus.<sup>164</sup> Ajallisella ulottuvuudella tarkoitetaan sitä, että tiedon olennaisuutta arvioidaan niiden tietojen perusteella, jotka sijoittajalla on käytössään ennen sijoituspäätöstä.<sup>165</sup> Tämä tarkoittaa käytännössä sitä, että pörssi-yhtiöiden on arvioitava tiedon olennaisuutta *ex ante* -näkökulmasta, eli ajankohtana, jolloin tieto on vielä julkistamatonta. Tällainen lähestymistapa perustuu sääntelyn ydinajatukseseen, jonka mukaan sisäpiiritiedon määritelmän tulee estää tiedon väärinkäyttö jo ennen sen julkistamista. Ajallisen ulottuvuuden vuoksi oikeuskirjallisuudessa on usein korostettu, että julkistamattomuus ei ole itsenäinen osatekijä sisäpiiritiedon määritelmässä, vaan se liittyy olennaisesti olennaisuusvaatimukseen.<sup>166</sup>

Toinen olennaisuusvaatimuksen keskeinen ulottuvuus on järkevän sijoittajan näkökulma, joka käsitellään tarkemmin jäljempänä. Tämä ulottuvuus keskittyy siihen, kenen näkökulmasta tiedon tulee olla merkittävää.<sup>167</sup> Knutsin mukaan järkevän sijoittajan ulottuvuus voidaan edelleen tarkentaa paikallisen, henkilö- ja markkinulottuvuuden kautta, joilla viitataan siihen,

---

<sup>160</sup> Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2023, 30.10.2023. Saatavilla: <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/markkinat-tiedotteet/markkinat-tiedote-22023/liikkeeseenlaskijoiden-yhteydenpito-analyytikoihin/>.

<sup>161</sup> Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 2/2023, 30.10.2023. Saatavilla: <https://www.finanssivalvonta.fi/tiedotteet-ja-julkaisut/markkinat-tiedotteet/markkinat-tiedote-22023/liikkeeseenlaskijoiden-yhteydenpito-analyytikoihin/>.

<sup>162</sup> CESR/06-562b, kohta 1.14.

<sup>163</sup> Dittmar & Indrenius 2017, s. 86.

<sup>164</sup> Ks. Knuts 2011, s. 104–111.

<sup>165</sup> Knuts 2011, s. 100.

<sup>166</sup> Knuts 2011, s. 101.

<sup>167</sup> Knuts 2011, s. 104.

miten tietty tieto vaikuttaa markkinatoimijoiden päätöksentekoon, tietoa vastaanottavaan henkilöön sekä markkinoihin yleisesti.<sup>168</sup> Järkevä sijoittaja toimii rationaalisesti ja käyttää saatavilla olevaa tietoa yhtenä perusteena sijoituspäätökselleen. Näin ollen tiedon olennaisuusvaatimus voi täytyä vain, jos tieto on sellaista, että järkevä sijoittaja todennäköisesti huomioisi sen sijoituspäätöksessään.

Nämä periaatteet muodostavat perustan sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnille. Vaikka sääntely ei tarjoa tarkkoja ohjeita, tilannetta voidaan havainnollistaa kuvitteellisen pörssiyhtiön näkökulmasta. Kuvitellaan tilanne, jossa pörssiyhtiö harkitsee julkistavansa tiedon uudesta liiketoimintainvestoinnista. Arvioinnin keskiössä on MAR-asetuksen olennaisuusvaatimus, jonka mukaan tiedon tulee todennäköisesti vaikuttaa huomattavasti rahoitusvälineen hintaan ja olla järkevän sijoittajan päätöksenteossa merkityksellinen. Tämä arvio tehdään *ex ante* -näkökulmasta, eli tilanteessa, jossa tieto on vielä julkistamatonta.

Ennen tiedon julkistamista yhtiön on arvioitava, täyttääkö tieto sisäpiiritiedon määritelmän olennaisuusvaatimuksen. Yhtiön tulee arvioida investoinnin vaikutusta liiketoimintansa kokonaisuuteen ja sen merkitystä suhteessa markkinoiden aiempaan informaatioon. Esimerkiksi, jos investointi tuo huomattavan kasvun liikevaihtoon tai kannattavuuteen, se voi täyttää olennaisuusvaatimuksen. Arvioinnissa tulee kuitenkin huomioida markkinoiden dynaamisuus. Aiemmat reaktiot samankaltaisiin tapahtumiin voivat tarjota viitteitä, mutta eivät yksinään ole ratkaisevia, sillä olosuhteet ja markkinasentimentti voivat muuttua. Lisäksi analyytikoiden näkemykset voivat tukea arviointia, erityisesti jos investoinnin vaikutus poikkeaa merkittävästi heidän ennusteistaan. Jos yhtiö arvioi, että tieto täyttää olennaisuusvaatimuksen, se on julkistettava MAR 17 artiklan mukaisesti. Tämä prosessi korostaa, että olennaisuuden arviointi edellyttää kokonaisvaltaista harkintaa suhteuttaen tiedon vaikutukset yhtiön kokonaistilanteeseen ja markkinoiden odotuksiin.

Tämä tarkastelu pohjustaa seuraavaa osiota, jossa käsitellään pörssiyhtiöiden toiminnassa esiintyviä tapahtumia, jotka voivat täyttää sisäpiiritiedon määritelmän kriteerit.

#### 4.1.1 Pörssiyhtiöiden toiminnassa esiintyvät sisäpiiritiedoksi mahdollisesti luokiteltavat tapahtumat

---

<sup>168</sup> Ks. Knuts 2011, s. 104–111.

Sisäpiiritiedon oikea määrittely on pörssiyritykselle erityisen tärkeää, sillä virhearvioinnit voivat johtaa vakaviin seuraamuksiin, kuten rikosoikeudelliseen vastuuseen. Vaikka liikkeeseenlaskijalla on paras käsitys omasta liiketoiminnastaan, se ei yksin riitä takaamaan, että sisäpiiritiedon määrittely tehdään sääntelyn edellyttämällä tavalla. Korkeimman oikeuden tuore ratkaisu (KKO 2024:25) havainnollistaa, kuinka sisäpiiritiedon tunnistaminen voi osoittautua haastavaksi, vaikka yhtiön toimijat toimisivat vilpittömin mielin ja pyrkisivät noudattamaan sääntöjä.<sup>169</sup> Oikeudellinen arvio saattaa poiketa huomattavasti yhtiön sisäisestä käsityksestä siitä, mitä pidetään olennaisena.

Sisäpiiritieto voi pörssiyrityksen toiminnassa kattaa laajan joukon erilaisia tapahtumia ja hankkeita, jotka ovat liikkeeseenlaskijalle ja sen toimialalle tyypillisiä. Sisäpiiritiedon luonne voi vaihdella huomattavasti toimialoittain riippuen siitä, millaisia tietoja sijoittajat pitävät olennaisina yhtiön arvomuodostuksen kannalta. Esimerkiksi lääkekehitysyhtiöissä merkittävää sisäpiiritietoa voivat olla viranomaispäätökset, kuten lääkkeiden hyväksynyt tai hylkäykset,<sup>170</sup> kun taas kaivosyrityksille olennaista tietoa voivat olla uudet löydökset tai lupapäätökset.<sup>171</sup> Teknologiayrityksissä sisäpiiritietoa voi muodostua esimerkiksi uuden tuoteinnovaation lanseerauksesta tai strategisesta yhteistyösopimuksesta.<sup>172</sup>

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen sekä itsesääntelynormistot, kuten pörssin säännöt, tarjoavat esimerkkejä tilanteista, joissa tieto voi täyttää MAR 7 artiklassa määritellyn sisäpiiritiedon kriteerit.<sup>173</sup> Olennaisuuden arviointi tulee kuitenkin aina perustua tapauskohtaiseen harkintaan, joten yksittäiset esimerkkilistat eivät yksin riitä määrittämään, milloin tieto on sisäpiiritietoa. Tärkeämpää on ymmärtää, mitkä tekijät vaikuttavat liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon ja suhteuttaa arviointi tähän kokonaiskuvaan.<sup>174</sup> On myös huomioitava, että esimerkit ovat vain suuntaa antavia, eikä niitä tule pitää tyhjentävinä.

---

<sup>169</sup> Ks. Tähtinen 2.5.2024, Directors' Institute Finland -jäsenblogi. Saatavilla:

<https://dif.fi/blogit/jasenblogit/supreme-court-decision-puts-the-board-members-between-the-rock-and-the-hard-place-be-careful-before-you-trade>.

<sup>170</sup> Optomed Oyj, sisäpiiritiedote 30.4.2024 klo 16.00. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bbc1ec2c99ba3ec923d93648dfbda851e&lang=fi&src=listed>.

<sup>171</sup> Endomines Finland Oyj, sisäpiiritiedote 1.8.2024 klo 11.15. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf61ce2b664af6c94ab4e3a6f2430db4e&lang=fi>.

Nokia Oyj, sisäpiiritiedote 30.6.2023 klo 23.15. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b40ac0cb5f8637044924695490b386339&lang=fi>.

<sup>173</sup> Ks. CESR/06-562b, kohdat 1.15 ja 1.16 sekä Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, liite B, osa D, kohta 14.

<sup>174</sup> Ks. Knuts – Kanervo 2004, Yritysoikeus IV, Pörssiyrityksen tiedonantovelvollisuus.

Jokaisen pörssiyhtiön on arvioitava olennaisuutta oman liiketoimintaympäristönsä ja markkinatilanteensa perusteella.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeistusten mukaan pörssiyhtiöiden toiminnassa esiintyvät muutokset voivat olla merkittäviä sisäpiiritiedon lähteitä ja ne voivat sisältää sekä suoria että epäsuoria vaikutuksia liikkeeseenlaskijaan.<sup>175</sup> Suorat vaikutukset voivat liittyä esimerkiksi liiketoiminnan suorituskykyyn, hallinnollisiin muutoksiin tai pääoman rakenteeseen, kuten osakepääoman muutoksiin ja yrityskauppoihin.<sup>176</sup> Suorien vaikutusten lisäksi myös epäsuorat vaikutukset voivat muodostaa sisäpiiritietoa, jos ne täyttävät olennaisuuden kriteerit. Tällaisia voivat olla esimerkiksi sääntely-ympäristön muutokset, keskuspankin korkopäätökset tai julkisen sektorin päätökset, jotka vaikuttavat verotukseen tai sääntelyyn.<sup>177</sup>

Pörssin säännöt tarjoavat myös viitteitä tilanteista, joissa liikkeeseenlaskijalla voi olla velvollisuus tiedon julkistamiseen edellyttäen, että MAR 7 artiklan mukainen sisäpiiritiedon määritelmä soveltuu tilanteeseen. Esimerkkejä tällaisesta tilanteista voi olla tilaus tai investointipäätös, tärkeä sopimus, yritys- tai liiketoimintakauppa, hintojen tai valuuttakurssin muutos, luottotappio tai asiakkaan menetys, uusi yhteistyöjärjestely, tutkimustulos, oikeudellinen prosessi tai päätös, taloudelliset vaikeudet, viranomaisen päätös, osakassopimus, tilintarkastuskertomus, markkinahuhut, likviditeetin lisäämistä koskeva sopimus, tytär- tai osakkuusyhtiötä koskeva tieto, muutos tuloksessa tai taloudellisessa asemassa tai merkittävät muutokset liikkeeseenlaskijan toiminnassa.<sup>178</sup>

Tietyt tapahtumat myös oletetaan pörssin sääntöjen mukaan lähtökohtaisesti olennaisiksi ja siten sisäpiiritiedoksi. Erityisesti tietyt kokoluokan ylittävät yrityskaupat luokitellaan sisäpiiritiedoksi.<sup>179</sup> Pörssin sääntöjen mukaisesti yrityskauppa katsotaan sisäpiiritiedoksi, jos se täyttää seuraavat kriteerit:

- Kaupan kohteen osuus liikevaihdosta tai taseesta ylittää 10 % liikkeeseenlaskijan konsernin liikevaihdosta tai taseesta,

---

<sup>175</sup> CESR/06-562b, kohdat 1.15 ja 1.16

<sup>176</sup> CESR/06-562b, kohta 1.15.

<sup>177</sup> CESR/06-562b, kohta 1.16.

<sup>178</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, liite B, osa D, kohta 14.

<sup>179</sup> Pörssin sääntöjen sanamuodon mukaan tavallisesti Pörssi katsoo yrityskaupan olevan sisäpiiritietoa, mikäli kohdassa annetut kynnysarvot ylittyvät.

- Kaupan kohteen osuus omasta pääomasta ylittää 10 % liikkeeseenlaskijan konsernitaseen mukaisesta omasta pääomasta,
- Kaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % liikkeeseenlaskijan konsernitaseen mukaisesta omasta pääomasta tai yli 10 % liikkeeseenlaskijan osakkeiden yhteenlasketusta markkina-arvosta, mikäli kohteen oma pääoma on alle osakkeiden markkina-arvon.<sup>180</sup>

Vaikka nämä rajat tarjoavat suuntaviivoja, niiden soveltaminen kuitenkin aina vaatii tapauskohtaista harkintaa. Yrityskauppa ei ole oletusarvoisesti sisäpiiritietoa vain kokoluokkansa perusteella, vaan arvioinnissa on otettava huomioon sen vaikutukset sijoittajien päätöksentekoon ja rahoitusvälineen hintaan. Yrityskaupan olennaisuus määräytyy erityisesti sen koon ja kehitysasteen perusteella. Suurten yrityskauppojen osalta olennaisuus voi täytyä jo varhaisessa vaiheessa, kun taas pienempien kauppojen kohdalla kaupan täytyy itsessään olla riittävän merkittävä, jotta se täyttäisi olennaisuusvaatimuksen<sup>181</sup>

#### 4.1.2 Informaation epäsymmetria ja olennaisuuden arviointi pörssiyhtiöissä

Informaation epäsymmetria tarkoittaa tilannetta, jossa markkinoiden toimijoilla on erilaiset tiedolliset lähtökohdat. Pörssiyhtiöiden sisäpiiriläisillä, kuten johdolla, on huomattavasti syvällisempää tietoa yhtiön taloudellisesta tilanteesta, strategisista hankkeista ja tulevaisuuden näkymistä verrattuna ulkopuolisiin sijoittajiin.<sup>182</sup> Tiedollinen epätasapaino on arvopaperimarkkinoille luontainen ja oikeudellisesti hyväksyttävä ilmiö,<sup>183</sup> mutta se voi heikentää markkinoiden luotettavuutta ja toimivuutta.

Tiedonantovelvollisuuden täyttäjänä pörssiyhtiö ja sen johto kohtaavat paradoksaalisen ongelman, sillä juuri he, joilla on syvällisin ymmärrys yhtiön tilanteesta, ovat vastuussa arvioimaan tiedon olennaisuutta. Tämä voi johtaa siihen, että sisäpiiriläisten käsitys tiedon merkityksestä ei aina kohtaa markkinoiden odotuksia. Esimerkiksi kriisitilanteessa, jossa toimialan markkinasuhdanteet ovat heikot, yksittäinen positiivinen tieto, kuten tilauskannan kasvu voi markkinoiden näkökulmasta olla olennaista, vaikka se yhtiön sisällä nähtäisiin osana

<sup>180</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille 1.3.2021, liite B, osa D, kohta 14.

<sup>181</sup> Ks. Kurenmaa 2003, s. 135.

<sup>182</sup> Kotiranta 2014, s. 76; Ks. myös Kotiranta 2024a, s. 4.

<sup>183</sup> Knuts 2011, s. 85.

pidemmän aikavälin strategista kehitystä. Tällaiset näkemuserot voivat vaikeuttaa tiedon asianmukaista luokittelua ja julkistamispäätöksiä.

Lisäksi liikkeeseenlaskijan johto on usein kannustettu omistamaan yhtiön osakkeita, mikä voidaan nähdä positiivisena signaalina johdon sitoutumisesta yhtiöön ja sen strategiaan.<sup>184</sup> Tämä omistajuus kuitenkin lisää tiedonantovelvollisuuden ja tiedon merkityksen arvioinnin kompleksisuutta, sillä sisäpiiriläiset voivat käydä kauppaa tiedolla, jota he eivät katso olennaiseksi sisäpiiritiedon määritelmän perusteella. Tämä korostaa tarvetta huolelliselle harkinnalle ja avoimuudelle tiedon julkistamisessa.

Sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa pörssiyhtiöiden on huomioitava paitsi päätöksentekohetkellä käytettävissä oleva tieto myös se konteksti, jossa tieto julkistetaan. MAR-asetuksen johdantolause 14 korostaa, että arviointi on tehtävä markkinalähtöisesti<sup>185</sup>, jolloin tarkasteluun sisällytetään tiedon vaikutukset yhtiön toiminnan kokonaisuuteen, tietolähteen luotettavuus sekä muut markkinatekijät, jotka voivat vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan. Arviointiprosessi on monitasoinen ja edellyttää tasapainoa yhtiön sisäisen näkemyksen ja markkinoiden odotusten välillä. Olennaisuuden arvioinnissa on siis tärkeää huomioida markkinoiden vallitsevat olosuhteet, kuten toimialan yleinen tilanne ja sijoittajien reaktiot vastaaviin tapahtumiin. Koska sisäpiiritieto on arviointihetkellä vielä julkistamatonta, yhtiön on kyettävä ennakoimaan, kannustaisiko tieto järkevää sijoittajaa kaupankäyntiin.<sup>186</sup>

Oikeuskäytäntö myös tukee näkemystä, että sisäpiiritiedon olennaisuutta on arvioitava paitsi yhtiön sisäisestä näkökulmasta myös suhteessa ulkoisiin olosuhteisiin. Korkein oikeus on todennut, että arvioinnissa voidaan huomioida vallitsevat markkinaolosuhteet, joilla voidaan katsoa olevan merkitystä järkevän sijoittajan päätöksenteolle.<sup>187</sup> Ennakkoon tehtävässä arvioinnissa vallitsevat markkinaolosuhteet ovat relevantteja päätettäessä, käyttäisikö järkevä sijoittaja arvioitavana olevaa seikkaa sijoituspäätöksensä perustana. Tämä tarkoittaa, että arvioinnissa tulee harkita markkinoiden odotuksia ja reaktioiden todennäköisyyttä suhteessa kyseessä olevaan tietoon. Kuvitellaan esimerkiksi tilanne, jossa kriisissä oleva rakennusalan yhtiö saa suuren tilauksen, joka parantaa sen lyhyen aikavälin kassavirtaa mutta ei muuta

---

<sup>184</sup> Knuts 2011, s. 85.

<sup>185</sup> Markkinalähtöisestä tulkinnasta ks. tarkemmin Knuts 2011, s. 12–21. Knutsin mukaan sääntely asettaa lainsäätäjän määrittämän rajan sallitun ja kielletyn informaatioedun välille ja tulkinnassa tulee huomioida se toimintaympäristö, jonka vuoksi nämä rajat on asetettu. Rajoja ei siis voida tulkita irrallaan ympäröivästä markkinakontekstista

<sup>186</sup> Moloney 2014, s. 722.

<sup>187</sup> KKO 2013:53, kohta 24.

merkittävästi sen pitkän aikavälin strategiaa. Yhtiön sisäisesti tilaus saatetaan nähdä osana normaalia liiketoimintaa, mutta markkinoiden näkökulmasta se voi olla merkittävä signaali yhtiön elinvoimaisuudesta ja kilpailukyvyistä. Tällaisessa tilanteessa markkinoiden poikkeukselliset olosuhteet, kuten toimialan heikko tilanne, voivat laskea olennaisuuden kynnystä ja tieto voi täyttää sisäpiiritiedon määritelmän olennaisuusvaatimuksen.

Huovisen esittämät näkökulmat tarjoavat hyödyllistä lisävaloa tähän problematiikkaan. Hän erottelee olennaisuuden arvioinnin kahteen keskeiseen lähestymistapaan, systeemi- ja laadulliseen arviointiin.<sup>188</sup> On kuitenkin huomattava, että Huovinen tarkastelee olennaisuuden arviointia erityisesti säännöllisen tiedonantovelvollisuuden, kuten tilinpäätösraportoinnin, yhteydessä. Näin ollen hänen esittämiään tulkintoja on syytä lähestyä tietyllä varauksella, kun niitä sovelletaan jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen ja sisäpiiritiedon arviointiin.

Systeemi-arvioinnissa painottuvat etukäteen määritellyt kriteerit, joiden tarkoituksena on luoda objektiivisia ja johdonmukaisia perusteita arvioinnille.<sup>189</sup> Huovinen kuitenkin toteaa tutkimuksessaan, että systeemi-arvioinnin kriteerein saadaan ainoastaan karkeaa suuntaa tiedon mahdollisesta olennaisuudesta.<sup>190</sup> Jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen sovellettuna systeemi-arviointi ei olekaan riittävä, sillä sen avulla ei pystytä täysin kattavasti huomioimaan tiedon arviointiin liittyviä tilannesidonnaisia ja tapauskohtaisia muuttujia.<sup>191</sup> Huovinen on esittänyt määrittelyperusteita, kuten muutos yhtiön tulos-, tase- tai rahoitusasemassa, seikan merkitys yhtiön tuotto-odotuksien kannalta sekä seikan vaikutus yhtiön taloudelliseen asemaan ja toimintaan liittyvien riskien kannalta.<sup>192</sup> Näiden perusteiden avulla voidaan osaltaan ymmärtää tiedon arviointiin vaikuttavia tekijöitä, mutta on myös huomioitava, että kyseiset kriteerit ovat osin vanhentuneita ja perustuvat esimerkiksi aikaisemmin voimassa olleeseen itsesääntelynormistoon.<sup>193</sup> MAR-aikaisessa ympäristössä systeemi-arviointi voidaan ymmärtää kattamaan kaiken sen, mitä normistosta on johdettavissa olennaisuuden arvioinnin osalta.

Laadullisessa arvioinnissa tarkastelu keskittyy olennaisuuden sisällöllisiin ja tilannekohtaisiin piirteisiin.<sup>194</sup> Laatu-arvioinnissa tarkastelu keskittyy tiedon olennaisuuteen laadullisesta

---

<sup>188</sup> Huovinen 2004, s. 191.

<sup>189</sup> Huovinen 2004, s. 191–194. Ks. erityisesti osiossa, todettu, että vaikka olennaisuudella on keskeinen rooli säännöllisen tiedonantovelvollisuuden yhteydessä, sen tarkka määrittely on jäänyt epäselväksi.

<sup>190</sup> Huovinen 2004, s. 194.

<sup>191</sup> Huovinen 2004, s. 194.

<sup>192</sup> Huovinen 2004, s. 192.

<sup>193</sup> Huovinen viittaa esimerkiksi Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta sääntöihin, jotka eivät enää muodosta voimassa olevaa pörssin ohjesääntöä.

<sup>194</sup> Huovinen 2004, s. 191.

näkökulmasta huomioiden, miten tieto liittyy yhtiön liiketoimintaan ja aikaisempiin julkistuksiin.<sup>195</sup> Huovinen tuo esiin, että tällainen arviointi nojaa johdon omaan harkintaan, mikä tekee siitä luonteeltaan väistämättä subjektiivisen.<sup>196</sup> Huovinen tutkimuksessa analysoi pörssitiedotteiden laadun vaihtelua ja tuo esiin, miten yhtiöiden erilaiset lähestymistavat tiedottamiseen voivat heijastua tiedon olennaisuuden arviointiin.<sup>197</sup>

Kuten aiemmin on todettu, sisäpiiritiedon olennaisuusarvioinnissa asetetaan erityinen luottamus yhtiön johtoon olennaisuuden tulkitsijana, koska johto tuntee parhaiten yhtiön toiminnan erityispiirteet.<sup>198</sup> Tämä lähtökohta perustuu oletukseen, että johto on parhaiten kykenevä arvioimaan, mikä tieto on merkityksellistä sijoittajille ja yhtiön arvopaperien arvonmuodostukselle. Johdon vastuullisuus olennaisuusarvioinnissa on olennainen osa markkinoiden toiminnan ja sijoittajien luottamuksen ylläpitämistä. Tällainen luottamus kuitenkin edellyttää, että johdon päätöksenteossa otetaan huomioon sääntelyn asettamat kriteerit ja markkinalähtöinen tulkinta.

Markkinalähtöinen tulkinta ja ajallinen ulottuvuus asettavat johdon tekemälle olennaisuusarvioinnille tärkeitä rajoja. Markkinalähtöisyyden periaate korostaa, että tiedon merkitystä arvioidaan sen perusteella, miten markkinat sitä todennäköisesti tulkitsisivat ja miten se vaikuttaisi järkevän sijoittajan päätöksentekoon. Ajallinen ulottuvuus tarkoittaa, että tiedon olennaisuutta on arvioitava suhteessa siihen ajankohtaan, jolloin arviointi tehdään. Arvio perustuu siis niihin tietoihin, jotka ovat käytettävissä kyseisellä hetkellä, ei esimerkiksi johdon subjektiivisiin näkemyksiin tulevaisuudesta.

Huovisen teoksessa esitetyt olennaisuusarvioinnin vaiheet havainnollistavat prosessin monivaiheisuutta.<sup>199</sup> Näistä vaiheista keskeisimpänä tämän problematiikan kannalta voidaan pitää ensimmäistä vaihetta, jossa arvioinnin lähtökohtana pidetään kaikkea sitä tietoa, joka yhtiöllä itsellään on omasta toiminnastaan, ei vain sitä, minkä yhtiö on julkistanut. Johdon tehtävänä on varmistaa, että olennaisuusarviointi noudattaa sääntelyn edellyttämiä rajoja ja ottaa huomioon markkinoiden odotukset ja toimintadynamiikan. Näin luottamus johtoon olennaisuuden tulkitsijana voidaan säilyttää.

---

<sup>195</sup> Huovinen 2004, s. 191.

<sup>196</sup> Huovinen 2004, s. 198.

<sup>197</sup> Huovinen 2004, s. 198–200.

<sup>198</sup> Ks. johdolle asetetusta luottamuksesta Huovinen 2004, s. 202–204 sekä yhtiöoikeudellisen lojaliteettivelvollisuuden merkityksestä tiedonantovelvollisuuden täyttämisessä s. 340.

<sup>199</sup> Huovinen 2004, s. 206.

Ennen kuin siirrytään tarkastelemaan pörssiyhtiöiden tiedottamiskäytänteitä, on syytä käsitellä järkevän sijoittajan käsitettä tarkemmin. Yhtiön näkökulmasta on olennaista ymmärtää, miten sijoittajat rationaalisesti arvioivat ja reagoivat saatavilla olevaan tietoon. Tämä ymmärrys on keskeinen peruste yksittäisten tapahtumien merkityksen ja olennaisuuden arvioinnille. Järkevän sijoittajan näkökulman syventäminen antaa kontekstia myöhemmin tarkasteltaville tapauksille, joissa yhtiöt ovat arvioineet tiettyjä tapahtumia sisäpiiritiedoksi ja pohtineet niiden julkistamisvelvollisuutta.

## 4.2 Sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa järkevän sijoittajan testi

MAR 7(4) määrittelee tiedon olennaiseksi, jos järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sitä sijoituspäätöksensä perusteena. MAR:n johdantolauseessa 14 täsmennetään, että päätökset tehdään saatavilla olevan *ex ante* -tiedon pohjalta, eli olennaisuutta arvioidaan etukäteen käytettävissä olevan tiedon perusteella. Näin ollen ajallinen ulottuvuus ja järkevän sijoittajan testi muodostavat olennaisuusarvioinnin keskeiset peruspilarit.

Tässä osiossa tarkastellaan, miten järkevän sijoittajan käsite tulisi ymmärtää pörssiyhtiön toimintaympäristössä. Ajallinen ulottuvuus määrittää arvioinnin ajankohdan, mutta testin sisällöllinen ydin perustuu järkevän sijoittajan käsitteeseen, joka on monitulkintainen ja vailla tarkkaa määritelmää.<sup>200</sup> On myös olennaista ymmärtää, että käsitteellä ei viitata yksittäiseen sijoittajaan vaan kollektiiviseen näkökulmaan, jossa markkinoilla toimivat sijoittajat muodostavat kokonaisuuden, jonka päätöksentekoa pörssiyhtiön tulisi kyetä ennakoimaan.<sup>201</sup> Tarkastelun havainnollistamiseksi käsitettä lähestytään kuitenkin esityksellisesti yksittäisen sijoittajan kautta, sillä tämä selkeyttää käsitteen sisällöllistä ymmärrystä ja konkretisoi sen soveltamista käytännössä. Käsitettä käytetään oikeudellisena standardina sisäpiiritiedon arvioinnissa, ja se myös antaa tuomioistuimille laajan harkintavallan.<sup>202</sup>

Taloustieteellisessä viitekehyksessä järkevä sijoittaja toimii rationaalisesti ja pyrkii maksimoimaan taloudellisen hyödyn käytettävissä olevan tiedon perusteella.<sup>203</sup> Taloustieteen

---

<sup>200</sup> Knuts 2011, s. 104, jossa kutsuu tätä sisäpiiritiedon varsinaiseksi olennaisuudeksi.

<sup>201</sup> Oksaharju – Salo 2019a, s. 79.

<sup>202</sup> Turtiainen 2022a, s. 542.

<sup>203</sup> Ks. tarkemmin taloustieteen mukaisesta järkevän sijoittajan käsitteestä Kotiranta 2014, s. 80–83.

näkökulma ei kuitenkaan huomioi riittävästi markkinoiden monimuotoisuutta tai erilaisten sijoittajaryhmien käyttäytymistä, minkä vuoksi sitä on kritisoitu liian yksinkertaistettuna.<sup>204</sup>

Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa käsite on kuitenkin joustavampi, sillä se huomioi sijoittajien erilaiset toimintaympäristöt ja tiedontarpeet. MAR-asetuksessa käsite määritellään viitekehyksenä, jonka mukaan järkevä sijoittaja käyttää saatavilla olevaa tietoa sijoituspäätöksensä perusteena.<sup>205</sup> Toisin kuin taloustieteellinen malli, tämä standardi ei edellytä täydellistä rationaalisuutta, vaan sen lähtökohtana on sijoittajan oletettu kokemus ja kyky arvioida tiedon merkitystä.

Järkevän sijoittajan käsitteessä voidaan lisäksi tunnistaa kaksi keskeistä ulottuvuutta. Henkilöllinen ulottuvuus ja markkinaulottuvuus.<sup>206</sup> Ensimmäinen tarkastelee yksilöllisiä ominaisuuksia, joita järkevällä sijoittajalla on, kun taas jälkimmäinen keskittyy siihen markkinaympäristöön, jossa sijoittaja toimii, ja miten tämä ympäristö vaikuttaa arviointiin.

Henkilöllisen ulottuvuuden osalta järkevän sijoittajan käsitteen muodostavat kaksi peruskäsitettä: *järkevä* ja *sijoittaja*. Oikeuskirjallisuudessa näille käsitteille on annettu erityisiä merkityksiä, jotka heijastavat niiden käytännön soveltamista. Järkevyys ensinnäkin viittaa rationaalisuuteen ja kykyyn käyttää saatavilla olevaa tietoa sijoituspäätöksissä.<sup>207</sup> Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että järkevä sijoittaja olisi täydellisen rationaalinen tai virheetön päätöksentekijä, vaan hän voi tehdä myös epäonnistuneita arvioita tai päätöksiä, jotka eivät lopulta johda taloudelliseen hyötyyn.<sup>208</sup> Tärkeää on, että sijoittaja pyrkii tiedon avulla tekemään perusteltuja ja tavoitteidensa mukaisia päätöksiä, arvioiden tietoa harkiten ja loogisesti.

Analyysin perusteella tässä tutkimuksessa päädytään näkemykseen, että järkevä sijoittaja on henkilö, joka kykenee erottamaan tiedon, jolla on vaikutusta sijoituksen taloudelliseen tuottoon, sellaisesta tiedosta, jolla ei ole tällaista vaikutusta.<sup>209</sup> Tämä erottelukyky on keskeinen osa järkevän sijoittajan toimintaa ja perustuu hänen kykyynsä hahmottaa sijoituskohteeseen liittyvä olennaisuusarvio.

---

<sup>204</sup> Kotiranta 2014, s. 82. Ks. myös Oksaharju – Salo 2019b, s. 441.

<sup>205</sup> MAR:n johdantolauseessa (14).

<sup>206</sup> Ks. Knuts 2011, s. 106.

<sup>207</sup> Knuts 2011, s. 106.

<sup>208</sup> Knuts 2011, s. 107.

<sup>209</sup> Ventruruzzo – Picciau 2017, s. 285.

Sana *sijoittaja* viittaa oikeuskirjallisuudessa lainsäätäjän arvioon siitä, minkälainen tämän henkilön tulisi olla.<sup>210</sup> Tämä arvio pohjautuu käsitykseen pitkäjänteisesti toimivasta sijoittajasta, joka tekee päätöksensä harkiten ja pitkän aikavälin tavoitteidensa mukaisesti.<sup>211</sup> Kyse ei ole lyhytaikaisista tai spekulatiivisista markkinatoimijoista, kuten algoritmipohjaista kaupankäyntiä harjoittavista *high-frequency* -kauppiaista, vaan sijoittajista, jotka tarkastelevat yhtiön toimintaa strategisesta ja kestävyyyteen painottuvasta näkökulmasta.<sup>212</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin esitetty kriittisiä huomioita järkevän sijoittajan käsitteen soveltamisesta, erityisesti arviointitilanteiden moninaisuuden ja arvopaperimarkkinoiden anonyymien luonteen vuoksi.<sup>213</sup> On argumentoitu, että testin tulisi ottaa paremmin huomioon sijoittajien erilaiset kontekstit ja tiedontarpeet. Esimerkiksi empiiriset ja käyttäytymistieteelliset tutkimukset ovat osoittaneet, että sijoittajien päätöksenteossa on merkittäviä eroja eri sijoittajaryhmien, kuten yksityissijoittajien, rahastojen hoitajien, hedge-rahastojen ja *high-frequency* -kauppiaiden välillä.<sup>214</sup> Samoin sukupuolten välillä on havaittu eroja, sillä tutkimusten mukaan naiset suhtautuvat sijoituspäätöksiin keskimäärin varovaisemmin ja ovat vähemmän riskihakuisia kuin miehet.<sup>215</sup>

Lisäksi on keskusteltu siitä, tulisiko testiä soveltaa ensisijaisesti ammattisijoittajiin, koska he vaikuttavat eniten markkinahintaan.<sup>216</sup> Tämä tulkinta on kuitenkin herättänyt huolta siitä, että tällainen raja- ja voisi johtaa siihen, että markkinoiden väärinkäytökset jäisivät huomaamatta.<sup>217</sup> Ammattisijoittajat ovat usein tietoisempia yhtiöiden toiminnasta ja markkinoista, minkä vuoksi heitä arvioitaisiin kevyemmällä kriteereillä verrattuna tavallisiin sijoittajiin.<sup>218</sup> Tämä saattaisi vaarantaa sääntelyn keskeisen tarkoituksen, joka on estää markkinoiden väärinkäyttöä ja taata sijoittajien tasapuolinen kohtelu.<sup>219</sup>

---

<sup>210</sup> Knuts 2011, s. 108.

<sup>211</sup> Knuts 2011, s. 108.

<sup>212</sup> Knuts 2011, s. 108 ja Ventrizzo – Picciau 2017, s. 285.

<sup>213</sup> Veil 2022, s. 94.

<sup>214</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 285.

<sup>215</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 285.

<sup>216</sup> Ks. Ventrizzo – Picciau 2017, s. 285. On myös esitetty argumentteja sen puolesta, että testin tulisi ottaa huomioon sijoittajien erilaiset kontekstit ja tiedontarpeet. Ks. Huovinen 2004, s. 143, joka katsoo, että sijoittajien kollektiivinen toiminta vaikuttaa markkina-arvoihin, eikä yksittäisen järkevän sijoittajan käsite ole helposti sovellettavissa. Lisäksi ks. Oksaharju – Salo 2019a, s. 441.

<sup>217</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 286.

<sup>218</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 286.

<sup>219</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 286.

Markkinaulottuvuudessa huomio kiinnittyy siihen, millä markkinasegmentillä sijoittaja toimii ja miten tämä vaikuttaa tiedon merkityksen arviointiin.<sup>220</sup> Esimerkiksi osakemarkkinoilla toimivan sijoittajan keskeisenä huomionkohteena voidaan pitää taloudellisia tulosodotuksia ja pitkän aikavälin strategisia näkymiä, kun taas joukkovelkakirjamarkkinoilla sijoittaja saattaa keskittyä korkotasoon, luottoluokituksiin ja liikkeeseenlaskijan maksukykyyn. Tässä tutkielmassa käsiteltävä järkevän sijoittajan käsite rajautuu osakemarkkinoilla toimivaan sijoittajaan, mutta on hyvä tiedostaa, että markkinasegmenttien välillä voi olla huomattavia eroja tiedon arviointikriteereissä.

Järkevän sijoittajan testissä korostuu myös ajalliseen ulottuvuuteen liittyvä todennäköisyydesti, joka edellyttää arvioimaan, olisiko järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttänyt puuttunutta tietoa sijoituspäätöksensä perustana, jos tieto olisi ollut saatavilla.<sup>221</sup> Tämä tarkoittaa, että pelkkä mahdollisuus ei riitä, mutta samalla ei vaadita, että todennäköisyyden täytyy olla lähes varma.<sup>222</sup> Tämän seurauksena todennäköisyydesti syventää entisestään järkevän sijoittajan arviointia.

Lopputuloksena järkevä sijoittaja voidaan hahmotella henkilöksi, joka toimii rationaalisesti ja kykenee erottamaan tiedon, joka vaikuttaa sijoituksen taloudellisiin tuottoihin, sellaisesta tiedosta, sellaisesta tiedosta, joka ei vaikuta niihin. Tämä ei tarkoita, että järkevä sijoittaja olisi markkinoiden älykkäin toimija, vaan pikemminkin henkilöä, jolla on keskimääräistä parempi kyky arvioida ja hyödyntää markkinatietoa tavoitteidensa mukaisesti.<sup>223</sup> Tämänkaltaisen sijoittaja toimii harkiten ja perustelee päätöksensä käytettävissä olevan tiedon pohjalta.

Pörssiyhtiön arvioidessa, käyttäisikö järkevä sijoittaja tiettyä tietoa sijoituspäätöksensä perustana, arvioinnin tulee nojautua ajalliseen ulottuvuuteen, henkilöulottuvuuteen ja tiedon todennäköiseen vaikutukseen päätöksentekoon. Ensimmäiseksi yhtiön on arvioitava, mitä tietoa järkevällä sijoittajalla oli käytettävissään ennen arvioitavan tapahtuman tai olosuhteen julkituloa. MAR 7(4) ja sen johdantolause 14 korostavat, että järkevä sijoittaja perustaa päätöksensä *ex ante* -tietoon eli sillä hetkellä saatavilla olevaan tietoon. Näin ollen arviointi ei voi perustua jälkikäteisiin markkinareaktioihin, vaan tiedon olennaisuus on suhteutettava siihen ajankohtaan, jolloin tieto olisi ollut saatavilla.

---

<sup>220</sup> Knuts 2011, s. 109.

<sup>221</sup> Knuts 2011, s. 111.

<sup>222</sup> Veil 2022, s. 209.

<sup>223</sup> Ventruruzzo – Picciau 2017, s. 285.

Seuraavaksi yhtiön on tunnistettava järkevän sijoittajan näkökulma pörssi-yhtiön toimintaympäristössä. Tässä yhteydessä voidaan perustellusti esittää, että yhtiön nykyinen omistajakunta voi tarjota vertailukohdan järkevän sijoittajan hahmottamiseksi. Nykyisellä omistajakunnalla on lähtökohtaisesti syvälinen ymmärrys yhtiön toiminnasta, strategiasta ja pitkän aikavälin tavoitteista. Tämä tekee heistä potentiaalisen viiteryhmän, sillä heidän käyttäytymisensä voi heijastaa harkitsevan ja pitkäjänteisen sijoittajan näkökulmaa. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että yhtiön nykyistä omistajakuntaa voisi suoraan rinnastaa järkevään sijoittajaan, sillä käsite viittaa laajemmin sijoittajiin, jotka arvioivat tietoa huolellisesti ja tavoitteellisesti.

Lopuksi arvioinnin keskiössä on tiedon todennäköinen vaikutus järkevän sijoittajan päätöksentekoon. Tämä tarkoittaa sitä, että on arvioitava, voisiko tieto johtaa järkevän sijoittajan päätökseen ostaa, myydä tai säilyttää omistuksensa, sillä nämä kaikki voidaan katsoa sijoituspäätöksiksi. MAR 7(4) edellyttää, että tieto on olennaista, jos sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sitä sijoituspäätöksessään, olipa kyse aktiivisesta kaupankäynnistä tai passiivisesta valinnasta. Markkinoiden hintojen oletetaan heijastavan saatavilla olevaa tietoa, joten uusi tieto on olennaista, jos se muuttaa todennäköisesti huomattavasti vallitsevaa tietopohjaa ja voi vaikuttaa sijoittajien päätöksiin.<sup>224</sup>

Edellä on esitetty, että järkevän sijoittajan keskeinen erottava tekijä muista sijoittajista on hänen kykynsä tunnistaa, millä tiedolla on vaikutusta rahoitusvälineen hintaan ja millä ei. Tämä ei edellytä täydellistä rationaalisuutta tai virheettömyyttä, vaan kyse on perustellusta arvioinnista, joka perustuu tiedon merkitykseen sijoituksen taloudellisten tuottojen kannalta. Näin ollen pörssi-yhtiön näkökulmasta järkevän sijoittajan testin soveltaminen edellyttää systemaattista tarkastelua, jossa yhdistyvät ajankohtainen tieto, järkevän sijoittajan tunnistettavat ominaisuudet ja tiedon todennäköinen vaikutus päätöksentekoon.

Tässä on esitetty tiedon olennaisuusvaatimus teorian ja sääntelyn perspektiivistä. Seuraavassa tarkastellaan oikeuskäytäntöä, jossa tämä määritelmän osatekijä on konkretisoitunut. Osiossa tarkastellaan erityisesti uusinta KKO:n ennakkopäätöstä, joka valaisee olennaisuusvaatimuksen tulkintaa ja soveltamista ja tarkastellaan niitä haasteita ja ratkaisuja, jotka ilmenevät vaatimuksen käytännön toteutuksessa.

---

<sup>224</sup> Ventruruzzo – Picciau 2017, s. 285.

### 4.3 Olennaisuusvaatimuksen tulkinta ja soveltaminen oikeuskäytännössä

Oikeuskäytännössä on vain vähän ratkaisuja, joissa sisäpiiritiedon muodostumista ja erityisesti olennaisuusvaatimuksen täyttymistä olisi käsitelty kattavasti. Tämä rajallinen aineisto asettaa haasteita oikeuskäytännön hyödyntämiselle tämän tutkielman analyysissä.

Kotimaisessa oikeuskäytännössä sisäpiiritiedon määritelmän tulkinta on keskittynyt arvopaperimarkkinarikoksiin, erityisesti sisäpiiritiedon väärinkäyttöön ja tiedottamisrikokseen. Tyypillisesti näissä tapauksissa keskeinen kysymys on ollut, onko henkilöllä ollut hallussaan sisäpiiritietoa tietyllä ajanjaksolla ja onko tätä tietoa käytetty omassa kaupankäynnissä. Tiedottamisrikoksissa puolestaan arvioidaan, onko olennainen tieto jätetty kokonaan julkistamatta tai onko tiedon julkistaminen tapahtunut sääntelyn edellyttämällä tavalla, mikä käytännössä tarkoittaa sen oikea-aikaisuutta ja viivytyksetöntä julkaisemista. Vaikka oikeuskäytännössä on käsitelty tiedon olennaisuutta, se ei ole ollut yksinomaisena arviointikohteena, vaan se on yleensä kytkeytynyt muihin sisäpiiritiedon tunnusmerkkeihin ja rikosoikeudellisiin kysymyksiin.

Tämän tutkielman kannalta olennaista on tarkastella, miten tuomioistuimet ovat arvioineet tiedon olennaisuutta ja millaisia linjauksia oikeustapaukset tarjoavat. Oikeustapaukset, joita tässä tutkielmassa käsitellään ovat pääosin ajalta, jolloin sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen määritelmät poikkesivat toisistaan kansallisessa ja EU:n sääntelyssä. Suomessa voimassa ollut arvopaperimarkkinalain ilmaisi *omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen arvoon tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon* erosi EU sääntelyn mukaisesta määritelmästä. Vaikka kansallisessa lainvalmistelussa sisäpiiritiedon määritelmän katsottiin perustuvan direktiiviin ja sen täytäntöönpanomääräyksiin, käytetty sanamuoto loi eroja kansallisen ja EU-oikeuden välillä,<sup>225</sup> mikä aiheutti pitkään yhteensovittamisongelman.<sup>226</sup> Suomessa silloisen AML:n muotoilu viittasi vaarantamiseen, mikä Knutsin mukaan johti ristiriitaan EU-oikeudessa vakiintuneen olennaisuusarvioinnin kanssa. Hän kutsuu tätä näennäisvaarantamisongelmaksi, sillä kyse oli tilanteista, joissa vaara oli korkeintaan näennäinen. Sanamuoto perustui rikoslainopin käsitteisiin, mutta ei soveltunut sisäpiiritiedon arviointiin. Knuts esittää ratkaisuksi markkinalähtöistä tulkintaa, joka huomioi

---

<sup>225</sup> Kotiranta 2014, s. 288 ja samoin Kotiranta 2024a, s. 17.

<sup>226</sup> Ks. tästä tarkemmin Knuts 2011, s. 88–99.

markkinoiden todelliset olosuhteet.<sup>227</sup> Tämä ongelma on nyt kuitenkin poistunut MAR-asetuksen tullessa voimaan, sillä se on suoraan sovellettavaa oikeutta kaikissa EU:n jäsenvaltioissa ja yhdenmukaistaa määritelmän tulkinnan koko unionissa. Tämä historiallinen tausta on kuitenkin tärkeä huomioida analysoitaessa vanhempia oikeustapauksia.

Korkein oikeus on ennen kevättä 2024 antanut vain kaksi merkittävää ennakkopäätöstä aiheesta, KKO 2013:53 ja KKO 2009:1, joissa on käsitelty sisäpiiritiedon määritelmän tulkintaa.<sup>228</sup> Kritiikkiä on esitetty siitä, että ennakkopäätösten vähäisyys ja niiden perusteluiden hajanaisuus eivät aina tarjoa selkeitä tulkintalinjoja erityisesti olennaisuuden arvioinnissa.<sup>229</sup> Hovioikeustason päätöksiä puolestaan löytyy jonkin verran, mutta niiden merkitys systemaattisen tulkintakehyksen luomisessa on jäänyt vähäiseksi erityisesti sisäpiiritiedon kriteereiden täyttymisen osalta. Seuraavaksi tarkastellaan oikeustapauksia, joissa on arvioitu sisäpiiritiedon olennaisuutta ja analysoidaan niiden merkitystä ennen siirtymistä tuoreimman KKO:n prejudikaatin tarkasteluun.

Hovioikeuden ratkaisusta voidaan nostaa esiin useita tapauksia, joissa sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimusta on arvioitu. Eräs keskeinen tapaus koski G Osuuskunnan osakehankintoja H Oyj:stä, jossa hovioikeus totesi, että hankinnat perustuivat tietoon merkittävästä liiketoimintakaupasta, joka ei ollut julkista.<sup>230</sup> Hovioikeuden mukaan tieto H Oyj:n pääsystä tarjouskilpailun toiselle kierrokselle oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon. Kun kyseinen tieto julkistettiin pörssitiedotteella 10.11.2006, H Oyj:n osakkeen arvo nousi vuorokaudessa 0,34 euroa eli 2,76 prosenttia. Tämä hintareaktio vahvisti hovioikeuden arviota siitä, että tieto täytti olennaisuusvaatimuksen.<sup>231</sup>

Toisessa merkittävässä tapauksessa, Tampereen Puhelin -tapaus<sup>232</sup>, käsitteli arvopaperinvälittäjän hallussa ollutta tietoa asiakkaansa suuresta osakeostotoimeksiannosta. MAR-asetuksen mukaan tällainen toimeksiantotieto<sup>233</sup> kuuluu nimenomaisesti sisäpiiritiedon

---

<sup>227</sup> Ks. Knuts 2011, s. 88–99.

<sup>228</sup> Ks. KKO 2013:53 (tiedottamisrikoksen tulkinta ja sisäpiiritiedon luonteen arviointi). KKO 2009:1 (tapauksessa keskityttiin rangaistuksen mittaamiseen, menettämisseuraamuksiin ja yhteisösakon suuruuteen, ei sisäpiiritiedon tulkintaan).

<sup>229</sup> Tolonen 2000, s. 62.

<sup>230</sup> Helsingin HO 20.1.2012 nro 82, R 11/482.

<sup>231</sup> Helsingin HO 20.1.2012 nro 82, R 11/482.

<sup>232</sup> Helsingin HO 31.5.2005, R 02/4230.

<sup>233</sup> Toimeksiantotietoa on oikeuskäytännössä pidetty sisäpiiritietona, vaikka se ei liity suoraan liikkeeseenlaskijan omaan päätökseen. Ks. Dittmar & Indrenius 2017, s. 75 sekä Helsingin HO 9.5.2000, R 99/427 (Metsä-Serla), jossa sisäpiiritiedoksi katsottiin mm. tieto toisen toimijan hallussa olleista liikkeeseenlaskijan osakkeista ja tulevista liiketoimista.

piiriin.<sup>234</sup> Tapauksessa keskeinen kysymys oli, milloin toimeksianto saavuttaa sisäpiiritiedolta edellytetyn täsmällisyyden tason.<sup>235</sup> Olennaisuuden osalta hovioikeus ei lausunut mitään uutta, vaan yhtyi kärjäoikeuden ratkaisuun. Kärjäoikeus katsoi, että tosiasiallinen vaikutus arvopaperin hintaan ei ollut ratkaiseva kriteeri. Riittävää on, että tieto on objektiivisesti arvioiden sellaista, että sen julkistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä arvonmuodostuksen kannalta. Kärjäoikeus viittasi myös todistajien lausuntoihin, joiden mukaan näin suuren toimeksiannon tietoon tuleminen olisi vaikuttanut merkittävästi osakkeen hinnanmuodostukseen, etenkin kun kyseessä oli epälikvidi osake.

Nordic Aluminium -tapauksessa hovioikeus arvioi sisäpiiritiedon olennaisuutta yrityskaupan yhteydessä, jossa listattu Nordic Aluminium suunnitteli ostavansa listaamattoman yhtiön.<sup>236</sup> Hovioikeus vahvisti jo edellä sanotun periaatteen, jonka mukaan tosiasiallinen vaikutus arvopaperin hintaan ei ole välttämätön sisäpiiritiedon määrittelyssä. Riittää, että tieto on objektiivisesti arvioiden sellaista, että sen voidaan katsoa vaikuttavan arvopaperin arvonmuodostukseen. Arvioinnissa otettiin huomioon myös suunnitellun yrityskaupan taloudellinen suuruus suhteessa Nordic Aluminiumin toimintaan. Hovioikeus katsoi, että varhaisessakin suunnitteluvaiheessa oleva tieto yrityskaupasta voi täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkistön, jos kaupan kohde on riittävän merkittävä. Yrityskaupan merkittävyyttä osoitti muun muassa ostettavan yhtiön liiketoiminnan osuus suhteessa Nordic Aluminiumin liikevaihtoon sekä sen vaikutus yhtiön toimintaan kokonaisuutena. Hovioikeus tuomitsi vastaajat sisäpiiritiedon väärinkäytöstä, koska he olivat hyödyntäneet tätä tietoa kaupankäynnissään ennen sen julkistamista.

Conventum-tapauksessa, jossa oli kyse kahden pörssiyhtiön yhdistymisestä, tarkastelun pääkohteena oli sisäpiiritiedon täsmällisyysvaatimus, ja olennaisuuden arviointi oli toissijainen.<sup>237</sup> Hovioikeus totesi kuitenkin tiedon olennaisuuden osalta, että tiedon olennaisuutta arvioitaessa ei edellytetä tosiasiallista vaikutusta arvopaperin hintaan, vaan riittää, että tieto on arvopaperimarkkinoilla yleisesti käytettävien arviointiperusteiden mukaan sellaista, että sillä voisi olla merkitystä arvonmuodostuksen kannalta. Tulkinnessa huomioitiin

---

<sup>234</sup> MAR 7(1)(d).

<sup>235</sup> Helsingin HO 31.5.2005, R 02/4230: Suunnitelma voi olla sisäpiiritietoa, vaikka se ei ole vielä ehdottomasti varmistunut, jutussa riitti, että tiedolla oli toteutumismahdollisuus.

<sup>236</sup> Helsingin HO 21.12.2006, R 04/2332.

<sup>237</sup> Helsingin HO 31.12.2007, R 06/3500. Tapauksessa keskeinen kysymys oli, missä vaiheessa yhdistymisprosessia sisäpiiritiedon täsmällisyysvaatimus täyttyy. Hovioikeus katsoi, että jo pyrkimys neuvotteluyhteyteen sekä siihen liittyvä suunnittelutieto oli riittävän täsmällistä sisäpiiritiedoksi.

Conventumin osakekurssin laskusuuntainen kehitys ennen yhdistymisen julkistamista sekä merkittävä kurssinousu sen jälkeen. Tämä osoitti, että vallitsevat markkinaolosuhteet voivat vaikuttaa olennaisuuden arviointiin. Tapauksessa osakkeen laskusuuntainen trendi oli keskeinen tekijä, joka hovi oikeuden mukaan korosti tiedon olennaisuutta.

Edellä käsitellyn tapauksen arvioinnissa voidaan nähdä yhtymäkohtia Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisuun asiassa C-384/02 (Knud Grøngaard ja Allan Bang). EUT:n totesi, että julkinen ostotarjous tai kahden pörssiyhtiön välinen fuusio on tyypillisesti tapahtuma, jossa sisäpiiritiedon olennaisuuskriteeri täyttyy matalalla kynnyksellä, sillä tällaisilla tapahtumilla on usein merkittävä vaikutus arvopaperimarkkinoihin.<sup>238</sup>

Toinen merkittävä yritysjärjestelyä käsittelevä tapaus on korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2006:110, jossa arvioitiin vakuutusyhtiö A:n pääjohtajan hallussa ollutta tietoa merkittävästä rakennejärjestelystä vakuutusyhtiö B:n kanssa. Suunnitelma tähtäsi huomattavan osakeomistuksen hankintaan B:stä, mikä olisi ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Korkein oikeus totesi, että suunniteltu järjestely täytti olennaisuusvaatimuksen, koska tällaisiin yritysjärjestelyihin liittyy usein preemio, eli osakkeesta maksettavan hinnan ylittävä pörssikurssi.<sup>239</sup> Yhteenvedona edellä käsitellyistä tapauksista voidaan todeta, että merkittävät yritysjärjestelyt, kuten fuusiot ja julkiset ostotarjoukset, täyttävät sisäpiiritiedon olennaisuuskriteerin tyypillisesti matalalla kynnyksellä.

Stonesoft-tapauksessa käsiteltiin arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta.<sup>240</sup> Yhtiö oli vuoden 2000 aikana antanut useita osavuosisikatsauksia, joissa se arvioi tulostaan suhteessa edellisen vuoden EBITA-tasoon. Kuitenkin yhtiön osavuosisikatsauksissa annetut tiedot eivät vastanneet myöhempiä tulosarvioita, eikä yhtiö korjannut näitä tietoja ajoissa.<sup>241</sup> Lopulta tulosvaroitusta annettiin vasta helmikuussa 2001, jolloin osakekurssi laski dramaattisesti, ja yhtiön katsottiin viivytäneen rahoitusvälineen hintaan vaikuttavan tiedonantovelvollisuuden täyttämistä. Hovi oikeus totesi tiedon olennaisuudesta, että arvopaperimarkkinoilla

---

<sup>238</sup> EUT asia C-384/02, annettu 22.11.2025, kohta 38.

<sup>239</sup> KKO 2006:110, kohdat 29–33. Ks. myös Helsingin HO 14.9.2010, R 08/3300, jossa todettiin, että preemio – eli osakkeesta maksettavan hinnan ylittävä pörssikurssi – voi vaikuttaa sisäpiiritiedon määrittelyyn yritysjärjestelyissä. Tapauksessa tarkasteltiin Visma ASA:n julkista ostotarjousta Liinos Abp:sta sekä ennakkotietoa kaupasta kaupankäynnin yhteydessä. Ks. lisäksi Knuts 2011, s. 40, jossa julkiset ostotarjoukset nähdään sisäpiiritiedon kannalta erityisen merkittävänä niiden nopean ja voimakkaan hintavaikutuksen vuoksi.

<sup>240</sup> Helsingin HO 31.10.2008, R 07/550.

<sup>241</sup> Ks. Talvivaara-tapaus, Helsingin HO 28.3.2019, R 17/1980. Tiedottamisrikos liittyi viivästyksen vuosituotantoennusteesta luopumisen ilmoittamisessa. Hovi oikeus katsoi, että hallituksen 26.6.2013 saaman tiedon perusteella ennuste ei ollut enää todennäköinen, ja markkinoilla vallinneet tuotanto-odotukset korostivat tiedon olennaisuutta ja sen vaikutusta osakkeen arvoon.

tiedonantovelvollisuuden kannalta keskeisimmät tiedot koskevat arvopaperin tuotto-odotuksia ja siihen liittyvää riskiä. Näiden seikkojen osalta on siten katsottava, että pörssiyhtiöiden oltava erityisen huolellisia. Hovioikeuden mukaan tiedottamisrikoksen olennaisuusvaatimus täyttyy, kun tieto on sellaista, että se voisi objektiivisesti arvioiden vaikuttaa arvopaperin arvonmuodostukseen, vaikka tosiasiallista vaikutusta ei edellytetä. Stonesoft-tapauksessa tulosvaroituksen jälkeinen voimakas kurssireaktio, jossa osakkeen päätöskurssi laski 59 prosenttia ja osakevaihto nousi yli 25-kertaiseksi, osoittaa kiistatta, että tällä tiedolla olisi ollut *ex ante* -arvioinnissa kyky vaikuttaa huomattavasti arvopaperin hintaan.<sup>242</sup>

Scanfil Oyj:n tiedottamisrikostapauksessa hovioikeus katsoi, että yhtiön 15 prosentin liikevaihdon lasku oli tieto, joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon.<sup>243</sup> Vaikka yhtiöllä oli jo aiemmin viitteitä liikevaihdon merkittävästä laskusta, tulosvaroitusta annettiin vasta 17.1.2006. Tämä viivästys oli tiedonantovelvollisuuden vastaista ja hovioikeus totesi vastaajien syyllistyneen törkeään huolimattomuuteen. Kyseisessä tuomiossa annettiin myös erityistä painoarvoa analyytikon kertomukselle, jonka mukaan tulosvaroitusta ja liikevaihdon lasku vaikuttavat tyypillisesti negatiivisesti osakekurssiin myös silloin, kun kyse ei ole kasvuyhtiöstä. Lisäksi hovioikeus totesi, että yhtiön aiempi viestintä oli antanut markkinoille myönteisiä signaaleja kysynnän kasvusta. Nämä viestit loivat markkinoille odotuksia, joita myöhempi tieto liikevaihdon laskusta muutti olennaisella tavalla, mikä vahvisti tiedon sisäpiiriluonnetta.<sup>244</sup>

Toisessa tapauksessa, joka koski C Oyj:tä, hovioikeus totesi, että yhtiön johdon edustajien A:n ja B:n syyllistyneen tiedottamisrikokseen ja törkeään sisäpiiritiedon väärinkäyttöön.<sup>245</sup> Hovioikeuden mukaan A ja B olivat antaneet totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja yhtiön tulevaisuudennäkymistä listalleottoesitteessä. Lisäksi he käyttivät tätä sisäpiiritietoa hyväkseen myydessään osakkeitaan ennen C Oyj:n osakeantia.<sup>246</sup> Olennaisuusvaatimuksen osalta hovioikeus katsoi, että positiivisen tulosenusteen paikkansapitämättömyys ja yhtiön todellinen negatiivinen tulos olivat omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön osakkeen arvoon.

---

<sup>242</sup> Helsingin HO, 31.10.2008, R 07/550. Tapauksessa vaikuttaa siltä, että tiedottamisrikoksen taustalla oli tosiasiaa Stonesoftin puutteellinen selonteko tuloksen kehityksestä sekä asianmukaisten raportointimenetelmien puute yhtiössä.

<sup>243</sup> Helsingin HO 18.6.2009, R 08/721.

<sup>244</sup> Helsingin HO 18.6.2009, R 08/721.

<sup>245</sup> KKO 2009:1.

<sup>246</sup> KKO 2009:1. TJ Groupin tapauksessa korkeimmassa oikeudessa käsiteltiin ainoastaan rangaistuksen mittaamista, menettämisseuraamuksia ja yhteisöosakon suuruutta. KKO viittasi hovioikeuden arvioon tiedottamisvelvollisuuden rikkomisesta.

Hovioikeus totesi myös, että tulostieto on lähtökohtaisesti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto.

Edellä kuvatussa tapauksessa jälkikäteen kurssivaikutuksen arviointi ei ollut ratkaiseva sisäpiiritiedon luonteen määrittelyssä, mutta se paljasti rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn. C Oyj ilmoitti 26.4.2000 pörssitiedotteessaan alkuvuoden tappiollisen tuloksen, mutta ennusti voitollista tulosta huhti-kesäkuulle. Tulosvaroitusta annettiin kuitenkin vasta 24.8.2000, jolloin yhtiö ilmoitti koko vuoden tuloksen jäävän tappiolliseksi. Hovioikeuden arvion mukaan osakkeen arvon muutoksesta 20 prosenttia johtui siitä, että yhtiön aiemmat tiedot osoittautuivat virheellisiksi ja harhaanjohtaviksi. A ja B hyötyivät rikoksellaan 2,20 euroa osakkeelta, mikä yhteensä merkitsi kummallekin 7 796 250 euron rikoshyötyä. Tämä summa määrättiin menetettäväksi valtiolle.<sup>247</sup>

Cencorp-tapauksessa hovioikeus käsitteli tiedottamisrikosta ja totesi, että yhtiön kuitulaserprojektia koskeva tieto oli olennaista tietoa.<sup>248</sup> Hovioikeus katsoi, että vastaajat olivat syyllistyneet tiedottamisrikokseen antamalla harhaanjohtavaa tietoa kuitulaserprojektin merkittävyydestä ja sen vaikutuksesta yhtiön liiketoimintaan useissa pörssitiedotteissa ja osavuosikatsauksissa. Tiedotteissa esimerkiksi ostajaosapuolesta annettiin virheellinen kuva, joka loi käsityksen, että kyseessä olisi ollut merkittävä puolijohdeteollisuuden toimija, vaikka todellisuudessa laitteen hankkijana oli yliopisto testikäyttötarkoituksiin. Lisäksi yhtiö oli liioitellut projektin merkitystä liiketoiminnalleen ja jättänyt kertomatta projektin viivästymisestä. Hovioikeuden arvioinnissa viitattiin yhtiön osakkeen merkittävään kurssivaihteluun tapahtuma-aikana sekä markkinoilla vallinneisiin odotuksiin projektin vaikutuksista yhtiön tuloskehitykseen. Näitä seikkoja pidettiin tuomioistuimessa keskeisinä tiedon olennaisuuden arvioinnissa ja ne osoittivat tiedon merkittävyyden arvopaperin arvonmuodostuksessa.

Näistä tapauksista voidaan havaita, että sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointi on aina tapauskohtaista ja edellyttää huolellista harkintaa kunkin tilanteen erityisolosuhteiden perusteella. Oikeuskäytännön kehittyessä ja useampien tapausten tullessa tuomioistuinten

---

<sup>247</sup> KKO 2009:1, kohdat 33–49. Korkein oikeus oli hovioikeuden lopputuleman kanssa samaa mieltä eikä kohtuullistanut rikoksen tuottamaa hyötyä. KKO totesi, ettei hovioikeuden tuomion syyksi luettuun menettelyyn perustuvaa rikoksen tuottaman hyödyn määrää ole aihetta arvioida toisin. Korkein oikeus otti huomioon rikoksen laadun, vastaajien taloudellisen aseman ja muut olosuhteet eikä nähnyt perusteita menettämisseuraamuksen kohtuullistamiselle.

<sup>248</sup> Helsingin HO 23.6.2016, R 13/2591.

käsiteltäväksi yksittäisistä ratkaisuista voidaan kuitenkin alkaa hahmottaa yleisiä tulkintaohjeita.<sup>249</sup>

Oikeustapauksista ilmenee, että markkinoiden odotusten merkitys oli keskeinen tekijä joidenkin tapausten arvioinnissa, kuten Scanfil- ja Stonesoft-tapauksissa, joissa korostui markkinoiden odotusten ja olennaisuuden välinen yhteys. Lisäksi havaittiin, että yritysjärjestelyt, kuten fuusiot ja julkiset ostotarjoukset, täyttivät olennaisuuskriteerin usein matalalla kynnyksellä. Näissä tilanteissa arviointi painottuu esimerkiksi mahdolliseen premioon, joka vaikuttaa suoraan arvopaperin hintaan. Tapaukset ovat myös korostaneet erityisesti arvopaperin tuotto-odotuksiin ja riskitasoon liittyvien tietojen merkitystä. Tällaisiin tietoihin liittyvä erityinen huolellisuusvelvoite, sillä ne voivat merkittävästi vaikuttaa arvopaperin arvonmuodostukseen. Oikeustapaukset ovat lisäksi alleviivanneet pörssiyhtiöiden velvollisuutta tarkkuuteen ja huolellisuuteen tiedonantovelvollisuuden oikea-aikaisessa täyttämisessä. Joissakin tarkastelluista tapauksista pörssiyhtiöiden tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti oli seurausta raportointimenettelyjen ja tuloskehityksen riittämättömästä seurannasta ja hallinnasta. Näistä tapauksista muodostuvat suuntaviivat voivat tarjota tärkeän pohjan sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen arvioinnille myös tulevaisuissa ratkaisuissa sekä käytännön arviointityölle pörssiyhtiöissä.

#### **4.4 KKO 2024:25 – olennaisuusvaatimuksen tulkinta**

Huhtikuussa 2024 korkein oikeus antoi uusimman ennakkopäätöksen, joka käsittelee muun muassa sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen tulkintaa.<sup>250</sup> Tapauksessa arvioitiin yhtiön johtohenkilön osakkeiden ostoja ennen tilauksen julkistamista. KKO katsoi, että A:lla oli hankkiessaan yhtiön osakkeita hallussaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka oli omiaan vaikuttamaan olennaisesti yhtiön osakkeiden arvoon ja hän oli hyödyntänyt tätä sisäpiiritietoa.<sup>251</sup> Ennakkopäätös tarjoaa ajankohtaista tulkintaa olennaisuuden arvioimiseksi ja selkeyttää tuomioistuinten lähestymistapaa sisäpiiritiedon olennaisuuden määrittelyssä.

KKO käsitteli olennaisuuden arviointia seikkaperäisesti ja otti huomioon useita tekijöitä, jotka tukivat tuomioistuimen näkemystä tiedon merkityksestä osakkeen arvoon. KKO:n ennakkopäätöksen pohdinta keskittyi muun muassa siihen, täyttyikö tapauksessa arvioidulla

---

<sup>249</sup> Kujala 2017, s. 243.

<sup>250</sup> KKO 2024:25, annettu 5.4.2024.

<sup>251</sup> KKO 2024:25, kohta 41.

tiedolla olennaisuuden kriteeri.<sup>252</sup> Kysymyksenä oli siis, oliko A:n hallussa ollut julkistamaton tieto X:ltä saatavasta merkittävästä tilauksesta omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeiden hintaan.<sup>253</sup> KKO ankkuroi ratkaisunsa tekoaikana voimassa olleeseen lainsäädäntöön,<sup>254</sup> mutta totesi, että MAR-asetuksen sääntely on olennaisilta osin yhtenevä aiemman kansallisen sääntelyn kanssa.<sup>255</sup> .

Korkein oikeus korosti erityisesti, että tilauksen arvo oli merkittävä suhteessa yhtiön tilauskantaan ja vuotuisen liikevaihtoon, mikä lisäsi sen taloudellista painoarvoa.<sup>256</sup> Lisäksi tilauksen mukautuminen yhtiön aiempaan tiedottamiskäytäntöön vahvisti sen merkitystä markkinoille.<sup>257</sup> Tilauksen katsottiin olevan yhtiölle myös positiivinen signaali, joka heijasti sen menestymisen jatkuvuutta ja asiakassuhteiden kestävyyttä.<sup>258</sup> Korkein oikeus ei kuitenkaan rajoittanut tarkasteluaan tilauksen merkitykseen yhtiölle, vaan perusteli järkevän sijoittajan testin soveltamisen kautta, että kyseessä oli tieto, jota järkevä sijoittaja olisi todennäköisesti hyödyntänyt sijoituspäätöksensä pohjana. Yhtiön aiempaan tiedottamiskäytäntöön viitattiin sen aikaisemmissa ilmoituksissa, joissa esimerkiksi osavuosisikatsauksessa oli todettu, että vähintään 1,0 miljoonan euron arvoinen tilaus olisi merkittävä yhtiön arvopaperin kannalta. Näin ollen oli perusteltua katsoa myös tästä näkökulmasta, että järkevä sijoittaja, saatuaan tiedon noin 8 miljoonan euron suuruudesta tilauksesta, olisi todennäköisesti huomionnut sen rahoitusvälineiden kauppaa koskevassa päätöksenteossaan.<sup>259</sup>

Tapauksessa korostui myös osakekurssin käyttäytymisen merkitys olennaisuuden arvioinnissa.<sup>260</sup> Käräjäoikeus ja hovioikeus tulkitsivat asiaa eri tavoin: käräjäoikeus katsoi, että osakekurssin 4,6 prosentin nousu ja osakevaihdon 295 prosentin kasvu julkistamisen jälkeen osoittivat tiedon olennaisuuden. Hovioikeus puolestaan totesi, että kyseiset muutokset olivat linjassa yhtiön osakkeen tavanomaisen hintakäyttäytymisen kanssa eivätkä siten yksinään todistaneet tiedon erityistä merkitystä.<sup>261</sup>

---

<sup>252</sup> KKO 2024:25, kohdat 1–4. Asian tausta ja kysymyksenasettelu.

<sup>253</sup> KKO 2024:25, kohta 33.

<sup>254</sup> KKO 2024:25, kohdat 5–6.

<sup>255</sup> KKO 2024:25, kohta 7.

<sup>256</sup> KKO 2024:25, kohta 36.

<sup>257</sup> KKO 2024:25, kohta 35.

<sup>258</sup> KKO 2024:25, kohta 36.

<sup>259</sup> KKO 2024:25, kohta 37.

<sup>260</sup> KO 2024:25, kohta 38. KKO:n mukaan tiedon olennaisuuden arvioinnissa toteutuneella kurssivaikutuksella ei ole ratkaisevaa merkitystä, mutta teko hetken tosiasiallinen osakkeen hinnan muutos voi tukea näyttönä sitä, että tieto on ollut olennainen.

<sup>261</sup> Kotiranta 2024a, s. 17–25. Kotiranta arvioi tapauksen olennaisuusarviointia eri oikeusasteissa.

KKO hyödynsi ennakkopäätöksessään myös aiempia oikeustapauksia olennaisuuden arvioinnissa.<sup>262</sup> Olennaisuuden osalta KKO viittasi vuoden 2013 ratkaisuun<sup>263</sup>, jossa tarkasteltiin arvopaperimarkkinoita koskevaa tiedottamisrikosta, jossa olennaisuus ja tiedon julkistamisen ajankohta olivat keskeisiä teemoja.<sup>264</sup> Kyseisessä ratkaisussa käsiteltiin tilannetta, jossa yhtiön osakekohtainen tulos jäi merkittävästi aiemmin annetusta tulosennusteesta. Tiedonantovelvollisuus edellytti, että tällainen merkittävä muutos olisi tullut julkistaa viipymättä sen tultua yhtiön tietoon, sillä tieto katsottiin sellaiseksi, joka olisi voinut olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon.

Olennaisuuden arviointiin liittyen kyseisessä tuomiossa todetaan, että tiedon tulee yleisten arviointiperusteiden mukaan olla sellainen, että sillä on tyypillisesti vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan ja että tosiasiallista vaikutusta ei vaadita.<sup>265</sup> Tämä tarkoittaa, että tiedon ei tarvitse konkreettisesti vaikuttaa arvopaperin hintaan ollakseen olennainen, vaan riittää, jos tieto tyypillisesti voisi vaikuttaa huolellisen sijoittajan päätöksentekoon. KKO korosti, että vaikutuksen olennaisuutta ei pidä arvioida pelkästään mahdollisesti toteutuneen arvopaperin arvon tai hinnan muutoksen perusteella, vaan muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin.<sup>266</sup> Tässä yhteydessä mainittiin, että usein jo muutaman prosentin äkillinen muutos voi olla olennainen.<sup>267</sup>

Lisäksi vuoden 2013 ratkaisussa viitattiin olennaisuuden arvioinnissa tuolloin voimassa olleeseen MAD-direktiiviin. Tämä direktiivi, joka nykyisin on korvattu MAR-asetuksella, edellytti, että arvioinnissa tulee ottaa huomioon, olisiko järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttänyt kyseistä tietoa yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.<sup>268</sup> Kokonaisarvioinnissa tulee huomioida tiedon oletettu vaikutus liikkeeseenlaskijan toimintaan kokonaisuudessaan, tiedon lähteen luotettavuus sekä muut markkinatekijät, jotka saattavat vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan kyseisissä olosuhteissa.<sup>269</sup>

---

<sup>262</sup> KKO 2024:25, kohdat 20, 21 ja 23.

<sup>263</sup> KKO 2013:53.

<sup>264</sup> KKO 2013:53, kohdat 1 ja 3.

<sup>265</sup> KKO 2024:25, kohta 23. KKO viittasi tämän osalta jo aiempaan ratkaisukäytäntöön KKO 2006:110, KKO:2013:53.

<sup>266</sup> KKO 2013:53, kohdat 23–24.

<sup>267</sup> Ks. HE 254/1998, s. 35: päivittäiset kurssimuutokset ovat tyypillisesti alle 3 %.

<sup>268</sup> KKO 2013:53, kohta 14.

<sup>269</sup> Ks. myös MAR:n johdantolause (14) ja KKO 2013:53, kohta 14.

KKO:n huhtikuussa 2024 antamassa prejudikaatissa sisäpiiritiedon olennaisuutta koskevat tulkintaohjeet heijastelivat myös EUT:in antamia linjauksi.<sup>270</sup> KKO viittasi asiassa C-45/08 EUT:n päätökseen, jossa korostettiin, että olennaisuuden arviointi perustuu tiedon sisällön ja asiayhteyden tarkasteluun. EUT katsoi tapauksessa, että sisäpiiritiedon olennaisuuden määrittämisessä ratkaisevaa ei ole tiedon julkistamisen tosiasiallinen vaikutus hintoihin, vaan tiedon potentiaali vaikuttaa hintoihin.

Huomionarvoista on myös se, että KKO tarkasteli B Oyj:n osakkeen kurssikehitystä vahvistamaan olennaisuuden arviointia.<sup>271</sup> Vaikka jälkikäteisellä kurssireaktiolla ei sinänsä tulisi olla merkitystä olennaisuuden arvioinnissa, KKO totesi, että tilauksen vaikutus osakekurssiin vahvisti sen merkityksen sijoittajien näkökulmasta.<sup>272</sup> EUT:n ratkaisussa, johon KKO viittasi myös vuonna 2022 antamassaan päätöksessä, todettiin, että *ex post* -analyysi, eli tietojen vaikutusten tarkastelu julkistamisen jälkeen, voi tukea oletusta tiedon olennaisuudesta. EUT kuitenkin painotti, että *ex post* -analyysiä ei tule käyttää syyllisyyden perustana, kun arvioidaan henkilön päätöksiä, jotka on tehty *ex ante* saatavilla olleiden tietojen pohjalta.<sup>273</sup>

Ennakkopäätös KKO 2024:25 korostaa sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa tapauskohtaista kokonaisarviointia, jossa keskeisiä tekijöitä ovat tiedon taloudellinen merkitys liikkeeseenlaskijalle, sen yhteys aiempiin julkistettuihin tietoihin ja järkevän sijoittajan näkökulma. Päätös vahvistaa myös sen, että vaikka jälkikäteinen markkinareaktio voi tukea arviota tiedon olennaisuudesta, ratkaisevaa on tiedon potentiaali vaikuttaa sijoittajien päätöksiin julkistamishetkellä. Näin ollen ennakkopäätös painottaa syvällisen ennakkoarvioinnin tarvetta pörssiyhtiöissä, joissa tiedon merkitystä ja vaikutuspotentiaalia tarkastellaan ennen päätöksiä tiedottamisvelvollisuudesta.

Sisäpiiritiedon olennaisuuden käsittelyn jälkeen on luontevaa siirtyä tarkastelemaan, kuinka näitä periaatteita ja oikeuskäytännössä esiin tulleita tulkintoja sovelletaan käytännön tilanteisiin.

---

<sup>270</sup> KKO 2024:25, kohdat 20–21.

<sup>271</sup> Ks. KKO 2024:25, kohta 37: analyysi B Oyj:n kurssikehityksestä tapahtuma-aikana.

<sup>272</sup> KKO 2024:25, kohta 39.

<sup>273</sup> EUT, asia C-302/20, annettu 15.3.2022, kohta 54.

#### 4.5 Katsaus pörssiyhtiöiden arviointiin tiedon olennaisuudesta

Seuraavissa osioissa tarkastellaan neljän valitun pörssiyhtiön tiedottamiskäytänteitä sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnin näkökulmasta. Analyysi keskittyy erityisesti tiedotteiden julkistamisen jälkeisiin osakekurssimuutoksiin. Koska reaaliaikaista dataa sisäpiiritiedon julkistamishetken välittömistä kurssireaktioista ei ole saatavilla, tarkastelu perustuu tiedotteiden julkaisupäivän ja sitä edeltävän päivän päätöskurssien väliseen muutokseen. Tavoitteena on arvioida, miten julkistettu tieto vaikuttaa markkinoihin osakekurssien käyttäytymisen kautta. Tutkimus keskittyy neljään yhtiöön: Nokia Oyj, Lehto Group Oyj, Nokian Renkaat Oyj ja Nurminen Logistics Oyj. Tarkastelu kattaa ajanjakson MAR-asetuksen voimaantulosta vuonna 2016 nykypäivään. MAR-asetus tarjoaa sääntelykehikon, jonka puitteissa yhtiöiden tiedottamiskäytänteitä voidaan tarkastella johdonmukaisesti ja yhtenäisesti.

Analyysi pyrkii tuomaan esiin, miten valittujen yhtiöiden tiedottamiskäytännöt heijastavat sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimuksen tulkintaa, tarjoten syvällisempää ymmärrystä sääntelyn vaikutuksista pörssiyhtiöihin. Arvioitaessa olennaisuusvaatimuksen täyttymistä tässä analyysissä tukeudutaan vanhan arvopaperimarkkinalain hallituksen esitykseen, jossa korostetaan, että jo muutaman prosentin äkillinen kurssimuutos voi olla olennaisuuden täyttymisen kriteeri.<sup>274</sup> Edellä esitetyn mukaan olennaisuutta ei kuitenkaan tule arvioida pelkästään suhteellisen arvon tai hinnan muutoksen perusteella, vaan se tulee suhteuttaa markkinoiden tavanomaisiin vaihteluihin. Koska päivittäiset kurssimuutokset ovat tyypillisesti alle kolme prosenttia, muutaman prosentin äkillinen muutos voidaan katsoa merkittäväksi, mikäli se ylittää markkinoiden normaalit vaihteluvälit.

Sisäpiiritiedon olennaisuus tarkoittaa, että tiedon tulee todennäköisesti vaikuttaa merkittävästi rahoitusvälineen hintaan sen julkistamisen jälkeen. Tämä arviointi on tehtävä päätöksentekohetkellä käytettävissä olevan tiedon perusteella. Vaikka jälkikäteen hintavaikutus ei yksinään ole ratkaiseva olennaisuuden arvioinnissa, se voi tarjota lisätietoa siitä, oliko tieto päätöksentekohetkellä olennainen. Ennakollinen arviointi on olennaisuusvaatimuksen perusta, mutta sen tulkinta voi olla haastavaa kriteerien arvioinnin tapauskohtaisuudesta ja markkinoiden reaktioiden ennakoimattomuudesta. Tässä

---

<sup>274</sup> HE 254/1998 vp, s. 35.

tutkimuksessa jälkikäteistä analyysiä käytetään täydentävänä työkaluna markkinoiden reaktioiden arvioimiseksi valittujen yhtiöiden tiedotteisiin.

#### 4.5.1 Nokia Oyj

Nokia on globaali tietoliikennealan yritys, joka on erikoistunut verkkoratkaisujen ja viestintäteknologioiden, erityisesti 5G-teknologian, kehittämiseen.<sup>275</sup> Sen keskeisenä tavoitteena on edistää digitalisaatiota tarjoamalla innovatiivisia tuotteita ja palveluita, jotka tukevat sekä asiakkaiden tarpeita että yhteiskunnan kestävästä kehitystä.<sup>276</sup> Nokia on ollut listattuna Helsingin pörssissä vuodesta 1915 lähtien.<sup>277</sup>

Nokia on vuosien varrella julkistanut lukuisia merkittäviä sisäpiiritietoja, joilla on ollut vaikutusta sen osakekurssiin. Tarkastelussa hyödynnetään liitteessä I esitettyjä tietoja, jotka havainnollistavat tilanteita, joissa tiedotteet ovat vaikuttaneet osakekurssiin joko merkittävästi tai vähäisesti. Nokian osakekurssi on reagoinut herkästi muun muassa tiedotteisiin, jotka koskevat strategisia päätöksiä,<sup>278</sup> taloudellisia ennusteita<sup>279</sup> ja kumppanuussopimuksia.<sup>280</sup> Erityisesti tilanteet, joissa yhtiö on uudelleenarvioinut toimintamallejaan tai taloudellisia tavoitteitaan, ovat johtaneet merkittäviin kurssiilikkeisiin.

Esimerkiksi lokakuussa 2023 Nokia ilmoitti nopeuttavansa strategiansa toimeenpanoa ja ryhtyvän toimenpiteisiin kannattavuuden varmistamiseksi. Tämä johti osakekurssin yli kuuden prosentin laskuun, mikä osoittaa, että sijoittajat tulkitsivat kyseisen ilmoituksen viitteeksi lyhyen aikavälin haasteista. Toisaalta toukokuussa 2017 Nokia ilmoitti patenttilisenssisopimuksesta Applen kanssa ja liiketoimintayhteistyön laajentamisesta, mikä nosti osakekurssia yli kuusi prosenttia. Tällaiset tapahtumat ovat olennaisia, kun tarkastellaan MAR-asetuksen johdantolauseessa 14 esitettyä vaatimusta olennaisuusarvion markkinalähtöisyydestä. Johdantolauseessa korostetaan, että arvioinnissa tulee huomioida

---

<sup>275</sup> Ks tarkemmin tietoa Nokiasta yhtiön verkkosivuilta, saatavilla: [https://www.nokia.com/fi\\_fi/tietoa-nokiasta/](https://www.nokia.com/fi_fi/tietoa-nokiasta/).

<sup>276</sup> Yhtiöesittely Nokia sivuilta saatavilla: [https://www.nokia.com/fi\\_fi/tietoa-nokiasta/](https://www.nokia.com/fi_fi/tietoa-nokiasta/).

<sup>277</sup> Ks. Nokia Oyj, osaketiedot, saatavilla: [https://www.nokia.com/fi\\_fi/tietoa-nokiasta/sijoittajat/osaketietoja/](https://www.nokia.com/fi_fi/tietoa-nokiasta/sijoittajat/osaketietoja/).

<sup>278</sup> Nokia Oyj pörssitiedote 19.10.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5224970c04ce1cc178880119c1b7ced5&lang=fi&src=listed>.

<sup>279</sup> Nokia Oyj pörssitiedote 14.7.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf2774c84a8efc5d1f3e67f0c21d09f5f&lang=fi&src=listed>. Ks. samoin Nokia Oyj pörssitiedote 13.7.2021, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bdee2f731d695ef13d27e6b78ad273e3e&lang=fi&src=listed>.

<sup>280</sup> Nokia Oyj pörssitiedote 14.7.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf2774c84a8efc5d1f3e67f0c21d09f5f&lang=fi&src=listed>.

tiedon odotettavissa olevat vaikutukset yhtiön toimintaan kokonaisuutena. Nokian liiketoiminnassa 5G-teknologian kehittäminen ja lisensointi ovat keskeisiä arvonmuodostuksen tekijöitä. Tämänkaltaiset kumppanuudet ja lisenssisopimukset, kuten Applen kanssa solmittu patenttisopimus, eivät ainoastaan vahvista Nokian asemaa markkinoilla, vaan myös osoittavat sen kykyä luoda uusia tulonlähteitä ja parantaa pitkän aikavälin kannattavuutta.

Kuten edellä käydystä oikeuskäytännöstä ilmenee, arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden tärkeimmät kohteet liittyvät erityisesti arvopaperin tuotto-odotuksiin ja riskitasoon.<sup>281</sup> Näiden näkökulmien osalta Nokian kannattavuutta parantavat toimenpiteet, kuten strategisten tavoitteiden uudelleenarvioinnit ja tulosenusteiden tarkennukset, ilmentävät tuotto-odotusten ja riskitasojen arvioinnin keskiössä olevia kysymyksiä. Näiden perusteella voidaan todeta, että esimerkiksi vuonna 2023 julkaistut tiedotteet strategisista toimenpiteistä ja kannattavuuden varmistamisesta sekä tulosenusteiden muutoksista ovat olleet olennaisia paitsi niiden suoran taloudellisen merkityksen vuoksi myös niiden vaikutusten vuoksi sijoittajien päätöksentekoon.

Nokian osakekurssi on ollut tarkastelujaksolla voimakkaasti vaihteleva, eikä se ole aina reagoanut suoraviivaisesti yhtiön julkistamiin sisäpiiritietoihin. Erityisesti markkinahuhut ja keskustelupalstojen spekulatiot ovat ajoittain aiheuttaneet huomattavia liikkeitä osakekurssissa. Esimerkiksi elokuussa 2024 julkisuuteen nousi markkinahuhu, jonka mukaan Nokia selvitti mobiiliverkkoliiketoimintansa mahdollista myyntiä tai uudelleenjärjestelyä. Yhtiö reagoi tilanteeseen julkaisemalla pörssitiedotteen, jossa se ilmoitti, ettei sillä ollut tiedotettavaa, eikä markkinahuuhun liittyvää sisäpiiriprojektia ollut perustettu.<sup>282</sup> Tämä korostaa tiedonvälityksen muiden kanavien, kuten epävirallisten huhujen ja spekulatioiden, vaikutusta osakekurssiin, mikä voi joissakin tilanteissa olla yhtä merkittävää kuin virallisten tiedotteiden vaikutus.

Ventoruzzo on korostanut, että irrationaalinen spekulointi voi vaikuttaa markkinahintoihin, mutta sisäpiiritiedon olennaisuus tulee arvioida liikkeeseenlaskijan arvonmuodostuksen

---

<sup>281</sup> Ks. esim. Helsingin HO 31.10.2008, R 07/550 ja Huovinen 2004, s. 194.

<sup>282</sup> Kauppalehti 28.8.2024, "Nokia selvittää suurimman bisneksensä myyntiä", saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokia-selvittaa-suurimman-bisneksensa-myyntia-kertoo-bloomberg-arvo-jopa-10-miljardia-dollarua/5985be71-f5a5-46d6-bf81-ce3ffe2e5560>. Ks. myös Nokia Oyj pörssitiedote 29.8.2024, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5f14df98efbaaa607f40050b64f227ce&lang=fi&src=listed>.

näkökulmasta, eikä irrationaalisten markkinaliikkeiden perusteella.<sup>283</sup> Toisena esimerkkinä voidaan mainita joulukuun 2023 tapahtumat, jolloin markkinoilla liikkui huhuja Nokian markkina-aseman heikentymisestä Yhdysvalloissa, erityisesti AT&T:n laitetoimituksiin liittyen.<sup>284</sup> Huhut lähtivät liikkeelle, kun alan analyytikko<sup>285</sup> nosti esille huolen toimituksista, mikä aiheutti välittömästi epävarmuutta markkinoilla. Seuraavana päivänä, 5.12.2023, Nokia vahvisti asian pörssitiedotteessaan, jossa ilmoitettiin tiettyjen laitetoimitusten siirtyvän kilpailijoille.<sup>286</sup>

Kuten aiemmin on todettu, analyytikoiden ennusteet ja tutkimukset ovat yksi niistä olennaisuuden indikaattoreista, jotka arvopaperimarkkinaviranomainen on nostanut esiin ohjeistuksessaan.<sup>287</sup> AT&T-tapauksessa analyytikon esiin nostama huoli vaikutti laukaisemaan huhuja, mutta kyseessä ei ollut ennuste, vaan pikemminkin spekulatiivinen havainto. Tämä spekulatio sai kuitenkin vahvistuksen myöhemmin yhtiön toimesta.<sup>288</sup> Tulkintaohje analyytikoiden roolista vaikuttaa ennemminkin liittyvän tilanteisiin, joissa analyytikon ennusteet poikkeavat yhtiön sisäisesti tiedossa olevista tulevaisuudennäkymistä. Jos esimerkiksi analyytikko olettaa yhtiön liikutuloksen asettuvan tietylle tasolle, mutta yhtiössä tiedetään, ettei näin tule käymään, tämä voi olla merkki tiedosta, joka tulisi katsoa sisäpiiritiedoksi ja siten olennaiseksi.

Toinen havainnollistava esimerkki Nokian kohdalla markkinahuhujen vaikutuksesta on heinäkuulta 2022, jolloin liikkui spekulatioita yhtiön liiketoimintayksikön mahdollisesta myynnistä.<sup>289</sup> Vaikka kyseessä oli aluksi spekulatio, huhu aiheutti huomattavia osakekurssimuutoksia ja lisäsi kaupankäynnin volatiliteettia. Ja vaikka tällaiset huhut eivät välttämättä ilman totuudenperää muodosta sisäpiiritietoa, ne voivat Nokian kaltaiselle yhtiölle antaa viitteitä markkinoiden odotuksista. Aiemmista huhuista ja niiden aiheuttamista markkinareaktioista voidaan mahdollisesti tehdä johtopäätöksiä tiedon olennaisuudesta,

---

<sup>283</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 284.

<sup>284</sup> Kauppalehti 29.8.2024, "Nokian kurssi painuu markkinahuhuista", saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokian-kurssi-painuu-markkinahuhuista-amerikkalaisjatin-pakit-olisi-merkittava-takaisku-arvioi-analyytikko/620653ad-66e5-4ff1-a085-3b8e4403567a>.

<sup>285</sup> Ks. analyytikon kirjoitus LinkedInissa, saatavilla: <https://www.linkedin.com/pulse/lightning-may-strike-twice-nokia-earl-lum-swaie/>.

<sup>286</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 5.12.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b491e065908b8efe6b4b776ba794c368c&lang=fi&src=listed>.

<sup>287</sup> Ks. CESR/06-562b, kohta 1.14. Tulkintaohjeistus on laadittu ennen nykyistä MAR-sääntelykehystä.

<sup>288</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 5.12.2023, saatavilla:

[\[https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b491e065908b8efe6b4b776ba794c368c&lang=fi&src=listed](https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b491e065908b8efe6b4b776ba794c368c&lang=fi&src=listed).

<sup>289</sup> Ks. Kauppalehti 22.7.2022, uutinen mahdollisesta liiketoiminnan myynnistä, saatavilla:

<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/bloomberg-nokia-tutkii-mahdollisuuksia-managed-services-liiketoiminnan-myyntiin/1e9a9ffb-d4d4-4fd5-af00-ebdb1dca7f69>.

erityisesti tilanteissa, joissa harkitaan liiketoimintayksikön myyntiä tai muita merkittäviä strategisia päätöksiä, joihin on historiallisesti kohdistunut joitain huhuja. Tällöin tämäntyyppiset tapahtumat, kuten päätökset tai suunnitelmat, voivat muodostua Nokialle sisäpiiritiedoksi.

Myös tammikuussa 2021 Nokian osakekurssi nousi 13 prosenttia Reddit-keskusteluissa heränneen spekulatiivisen kiinnostuksen vuoksi.<sup>290</sup> Yhtiö reagoi tilanteeseen julkaisemalla pörssitiedotteen<sup>291</sup>, jossa se totesi, ettei ollut tietoinen mistään uusista olennaisista liiketoimintaan liittyvistä tiedoista, jotka eivät olisi jo julkisia ja jotka voisivat selittää osakekurssin nousun. Tämä tapaus osoittaa, kuinka markkinahuhut voivat johtaa tilanteisiin, joissa yhtiön on reagoitava selventävällä tiedotteella, vaikka se ei sisältäisikään sisäpiiritietoa.

Toisaalta monet Nokian julkistamat tiedotteet eivät ole aiheuttaneet merkittäviä kurssiliikkeitä. Tämä voi viitata siihen, että kyseiset tiedot olivat jo markkinoilla odotettuja tai eivät olleet riittävän merkittäviä vaikuttaakseen sijoittajien päätöksentekoon.<sup>292</sup> Lisäksi tiedot, jotka liittyvät aiemmin käytyihin neuvotteluihin tai odotettavissa olleisiin toimenpiteisiin, voivat olla jo hinnoiteltuja markkinoilla. Tästä esimerkkinä on Nokian ilmoitus uudesta patenttilisenssisopimuksesta, joka korvasi vuoden loppuun asti voimassa olleen aiemman sopimuksen, mutta ei herättänyt markkinoilla merkittävää reaktiota.<sup>293</sup> Tämä saattoi johtua siitä, että sopimus oli linjassa yhtiön aiemmin huhtikuussa antamien pitkän aikavälin ennusteiden kanssa.<sup>294</sup> Sijoittajat eivät kokeneet sen tuovan olennaista uutta tietoa, mikä johti maltillisiin kurssiliikkeisiin.

Tarkastelluista tapauksista voidaan päätellä, millaiset tiedot voivat tulevaisuudessakin muodostaa sisäpiiritietoa Nokian kaltaiselle yhtiölle. Oikeuskäytännössäkin, kuten korkeimman oikeuden tulkinnossa, on korostettu, että olennaisuuden arvioinnissa keskeistä on liikkeeseenlaskijan ja rahoitusvälineen arvomuodostuksen ymmärtäminen sekä tämän

---

<sup>290</sup> Ks. Kauppalehden uutinen asiasta 27.1.2021, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nokialla-porssissa-kovin-nousupaiva-sitten-syyskuun-2013-yhdysvalloissa-reddit-hype-nakyi-keskiviikkona-satojen-prosenttien-kurssiliikkeina-yksittaisissa-osakkeissa/a2040fec-95a6-4b0e-8af9-9740ed711131>.

<sup>291</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 27.1.2021: Nokia kommentoi osakkeidensa kaupankäyntiä, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b97219edeae330ce805de481feecb26e6&lang=fi&src=listed>

<sup>292</sup> Ks. esim. pörssitiedotteet 30.6.2023 ja 9.2.2023, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b40ac0cb5f8637044924695490b386339&lang=fi&src=listed> ja <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b0363b978f94970aadb095451a27b1a2c&lang=fi&src=listed>

<sup>293</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 30.6.2023, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b40ac0cb5f8637044924695490b386339&lang=fi&src=listed>

<sup>294</sup> Tieto Nokian uudesta patenttilisenssisopimuksesta heijasti yhtiön aiempia arvioita, jotka annettiin vuoden 2023 ensimmäisen neljänneksen osavuosikatsauksessa, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bb3508f908eddcdd58a0451535a088544&lang=fi&src=listed>

arvioinnin suhteuttaminen yhtiön tiedottamiskäytäntöön.<sup>295</sup> Aiemmin julkistetut tiedot ja niiden johdonmukaisuus ovat keskeisiä sijoittajien odotusten ja tiedon mahdollisen hintavaikutuksen arvioinnissa.

Nokian tarkastellut tiedotteet osoittavat, että merkittävimmät kurssivaikutukset ovat liittyneet esimerkiksi strategiaan muutoksiin, kuten toimintamallien uudistuksiin, kannattavuutta koskeviin ilmoituksiin ja kumppanuus- sekä lisenssisopimuksiin, jotka heijastavat yhtiön asemaa markkinoilla ja avaavat uusia tulonlähteitä. Lisäksi merkittäviä kurssimuutoksia ovat aiheuttaneet yhtiön rahoitukseen liittyvät toimenpiteet, kuten velkakirjojen takaisinostoihin liittyvät ostarjoukset, jotka vaikuttavat markkinoiden näkemykseen yhtiön taloudellisesta vakaudesta.<sup>296</sup> Myös markkinahuhuihin liittyvät selvennykset ovat olleet keskeisiä, sillä tiedotteet, jotka on annettu epävirallisten huhujen tai spekulatioiden korjaamiseksi tai täsmentämiseksi, ovat vaikuttaneet huomattavasti kurssiin, erityisesti tilanteissa, joissa huhut liittyivät merkittäviin sopimuksiin tai markkina-asemaan.

Näiden tiedotteiden osakekurssivaikutukset korostavat niiden olennaisuutta sijoittajien päätöksenteossa. Edellä käyty tarkastelu tarjoaa viitekehyksen Nokian tulevaisuuden olennaisuusarvioinnille.

#### 4.5.2 Lehto Group Oyj

Lehto Group Oyj on suomalainen rakennusyhtiö, joka keskittyy innovatiivisiin ja kustannustehokkaisiin rakentamisen ratkaisuihin. Yhtiö ilmoittaa erikoistuneensa toimitilojen, asuntojen ja hoivakiinteistöjen rakentamiseen, korostaen modulaaristen ja tehdasvalmisteisten komponenttien käyttöä prosesseissaan.<sup>297</sup> Tämän lähestymistavan tavoitteena on lyhentää rakennusaikoja ja parantaa laadunhallintaa.<sup>298</sup> Lehto Group Oyj listautui Helsingin pörssiin

---

<sup>295</sup>KKO 2013:53, kohta 26, jossa todettiin, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden luonteen mukaisesti tiedon hintavaikutuksen olennaisuutta arvioitaessa on perusteltua ottaa huomioon myös yhtiön aikaisempi tiedottamiskäytäntö ja sen johdonmukaisuus, koska nämä vaikuttavat järkevän sijoittajan odotuksiin. Ks. myös KKO 2024:25, kohta 35, jossa korostettiin yhtiön aikaisemman tiedottamiskäytännön merkitystä olennaisuuden arvioinnissa.

<sup>296</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 22.3.2019, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bd60d4c18b64eb6b0309947736af803c1&lang=fi>.

<sup>297</sup> Lehto Group Oyj, ”Puinen huoneistomoduuli valmiista mallistosta”, yhtiön verkkosivut, saatavilla:

<https://lehto.fi/puinen-huoneistomoduuli-valmiista-mallistosta/>.

<sup>298</sup> Lehto Group Oyj, ”Tulevaisuuden rakentaminen”, yhtiön verkkosivut, saatavilla:

<https://lehto.fi/yritys/tulevaisuuden-rakentaminen/>.

vuonna 2016.<sup>299</sup> Viime vuosina yhtiö on kuitenkin kohdannut merkittäviä haasteita, kuten rakennusalan kriisin, joka on johtanut markkina-arvon laskuun ja liiketoiminnan uudelleenarviointiin.<sup>300</sup> Yrityssaneerausmenettelyyn hakeutuminen<sup>301</sup> ja epäonnistuneet liiketoimintojen myyntiyritykset ovat vahvistaneet kuvaa taloudellisista vaikeuksista, joita yhtiö pyrkii ratkaisemaan.<sup>302</sup>

Tutkimukseni kannalta keskeinen tapaus liittyy Sari Lounasmerin tammikuussa 2023 julkaisemaan kolumniin, jossa käsiteltiin Lehdon tiedottamiskäytäntöjä.<sup>303</sup>

Tapauksessa Lehto myi tehdasrakennuksen, mutta viivästytti kaupan julkistamista markkinoille. Tämä johti tilanteeseen, jossa osa sijoittajista oli kaupasta tietoisia ennen virallista tiedotetta ja sen aikaansaamaa osakekurssin reaktiota. Tilanne herätti keskustelua tiedottamisen ajoituksesta ja sisäpiiritiedon arvioinnista. Lehto perusteli toimintaa sillä, että kaupan taloudelliset vaikutukset olivat pienet. Lounasmeri kuitenkin huomauttaa kolumnissaan, että taloudellisesti haastavina aikoina pienetkin summat voivat olla merkittäviä, eikä tiedottamisen kriteereitä tulisi määritellä pelkästään taloudellisten vaikutusten suuruuden perusteella.<sup>304</sup>

Lehto Group Oyj:n sisäpiiritiedotteiden analyysi paljastaa merkittäviä havaintoja yhtiön tiedottamiskäytännöstä ja markkinoiden reaktioista. Ensinnäkin liitteestä II käy ilmi, että Lehdon osakkeen kurssimuutokset ovat olleet suurempia kuin esimerkiksi Nokian osakkeen vastaavat. Lehdon osakkeen vähäinen likviditeetti selittää osaltaan sen voimakkaampia markkinareaktioita verrattuna Nokian vakaampaan kurssivaihteluun. Tämä havainnollistaa,

---

<sup>299</sup> Kauppalehti 27.9.2023, ”Kauppalehti selvitti: Näin rakennusyhtiö Lehto luhistui pörssitähdestä konkurssin partaalle”, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kauppalehti-selvitti-nain-rakennusyhtio-lehto-luhistui-porssitahdesta-konkurssin-partaalle/9c64020c-2d87-49c2-b48f-e3cd38e6224e>.

<sup>300</sup> Kauppalehti 27.9.2023, ”Kauppalehti selvitti: Näin rakennusyhtiö Lehto luhistui pörssitähdestä konkurssin partaalle”, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kauppalehti-selvitti-nain-rakennusyhtio-lehto-luhistui-porssitahdesta-konkurssin-partaalle/9c64020c-2d87-49c2-b48f-e3cd38e6224e>.

<sup>301</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 16.2.2024, saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc55454e63425e6a8e19e55304cf3c1c8&lang=fi&src=listed>.

<sup>302</sup> Kauppalehti 16.2.2024, ”Lehdon tytäryhtiöt hakeutuvat konkurssiin – kaupankäynti osakkeella keskeytyy”, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lehdon-tytaryhtiot-hakeutuvat-konkurssiin-kaupankaynti-osakkeella-keskeytyy/f6cbad5d-d186-4b55-a32c-031dba9d329d>.

<sup>303</sup> Lounasmeri, Kauppalehti 17.2.2024, kolumni: ”Lehto yllätti sijoittajat ja sijoittajien reaktio yllätti Lehdon – mikä on pörssitiedotettava sisäpiiritietoa?”, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lehto-yllatti-sijoittajat-ja-sijoittajien-reaktio-yllatti-lehdon-mika-on-porssitiedotettava-sisapiiritietoa/da4728bb-4c57-444f-8340-eee8825e43de>.]

<sup>304</sup> Lounasmeri, Kauppalehti 17.2.2024, kolumni: ”Lehto yllätti sijoittajat ja sijoittajien reaktio yllätti Lehdon – mikä on pörssitiedotettava sisäpiiritietoa?”, saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lehto-yllatti-sijoittajat-ja-sijoittajien-reaktio-yllatti-lehdon-mika-on-porssitiedotettava-sisapiiritietoa/da4728bb-4c57-444f-8340-eee8825e43de>.

kuinka likviditeettierot vaikuttavat sisäpiiritiedon arviointiin ja korostavat sääntelyn joustavuuden merkitystä. Joustava lähestymistapa, jossa ei määritetä tarkkoja prosenttirajoja, mahdollistaa olennaisuusvaatimuksen soveltamisen eri markkinaolosuhteisiin ja yhtiöihin.

Lehdon sisäpiiritiedotteiden analyysissä ilmenee, että suurimmat markkinareaktiot ovat liittyneet tiedotteisiin, jotka koskevat yhtiön taloudellista asemaa.<sup>305</sup> Vuonna 2024 Lehto Group Oyj:n kohtaamat vakavat haasteet ja niihin liittyvät tiedotteet johtivat merkittäviin muutoksiin osakkeen kaupankäynnissä. Osakkeen kaupankäynti keskeytettiin 6.2.2024, kun yhtiö ilmoitti operatiivisten tytäryhtiöidensä konkurssihakemuksista.<sup>306</sup> Tämä osoittaa yhtiön kriittistä taloudellista tilannetta ja viittaa siihen, ettei osakkeen hintaan voitu markkinoilla muodostaa asianmukaista arviota.<sup>307</sup> Lehto Group Oyj:n vuoden 2024 sisäpiiritietojen julkistusten aikaan osakkeen kaupankäynti on ollut keskeytetty. Yrityssaneerauksen hakeminen 15.2.2024<sup>308</sup> ja käräjäoikeuden päätös saneerausmenettelyn aloittamisesta seuraavana päivänä<sup>309</sup> vahvistavat kuvaa yhtiön vakavista taloudellisista ongelmista.

Vuoden 2023 lopulla Lehto Group Oyj tiedotti strategisesti merkittävistä aikeista<sup>310</sup>, kuten suunnitellusta transaktiosta, joka johtaisi omaisuuserien merkittävään arvonalentumiseen ja vuoden 2023 näkymien perumiseen. Tämä aiheutti osakkeen arvon huomattavan, 66,67 prosentin laskun. Tilanne osoittaa, että sijoittajat reagoivat voimakkaasti negatiivisiin taloudellisiin uutisiin, jotka vaikuttavat yhtiön tulevaisuudennäkymiin. Vuonna 2023 yhtiö julkisti myös useita tiedotteita liittyen rakenteellisiin ja omistuksellisiin järjestelyihin, kuten 30.01.2023 tiedotteet myyntihintojen alennuksista ja kertaluonteisista eristä, jotka heikensivät

---

<sup>305</sup> Ks. liite II, Lehto Group Oyj, sisäpiiritiedotteet 24.10.2023, 30.1.2023 ja 28.1.2022.

<sup>306</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 6.2.2024, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc6f2d8f9effd100e70a3b3eba93c1d8a&lang=fi&src=listed>.

<sup>307</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, kohta 4.2: kaupankäynti voidaan keskeyttää pörssin päätöksellä.

<sup>308</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 15.2.2024, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b750e93b2400cd5ad8cb5fa518daaf2f6&lang=fi&src=listed>.

<sup>309</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 16.2.2024, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc55454e63425e6a8e19e55304cf3c1c8&lang=fi&src=listed>.

<sup>310</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedotteet 24.10.2023, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b95dc2a3ca5ae7aec9d450dbb8bb6c641&lang=fi&src=listed>
2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1dc2f2b607f6b52cbcc29a9c68c6889e&lang=fi&src=listed>

tulosta merkittävästi.<sup>311</sup> Yhtiö on myös systemaattisesti alentanut taloudellisia näkymiään lähes vuosittain, mikä on heikentänyt sijoittajien luottamusta sen kykyyn saavuttaa tavoitteensa.<sup>312</sup>

Toisaalta, kun Lehto ilmoitti myönteisistä hankkeista, kuten uuden pääkonttorin rakentamisesta Makitalle Tuusulaan<sup>313</sup>, osakkeen kurssi reagoi positiivisesti, nousten 4,55 prosenttia. Tämä viittaa siihen, että markkinat reagoivat myönteisesti uutisiin, jotka tukevat yhtiön operatiivisen toiminnan jatkuvuutta ja uusia tulonlähteitä. Poikkeuksellinen tapaus oli 7.11.2019 tiedote yt-neuvottelujen päättymisestä, joka aiheutti osakekurssin 40,16 prosentin nousun.<sup>314</sup> Tämä viittaa sijoittajien optimismiin yhtiön kustannusrakenteen tehostamisesta.

Lehto Group Oyj:n sisäpiiritiedotteiden markkinavaikutuksia tarkasteltaessa on huomionarvoista, että tiedotteet, jotka eivät ole aiheuttaneet merkittäviä kurssireaktioita, ovat usein koskeneet jo ennakkoon tiedossa olevia seikkoja. Esimerkiksi rahoitusneuvotteluista ilmoittaminen sopimuksen vahvistamisen jälkeen ei yleensä ole johtanut merkittäviin markkinareaktioihin, sillä tieto on jo osittain hinnoiteltu osakkeeseen.<sup>315</sup>

Lehdon kohdalla on olennaista tarkastella myös yhtiön julkista tiedonantopolitiikkaa, jossa määritellään, miten ja milloin yhtiössä tapahtuvista muutoksista tiedotetaan.<sup>316</sup> Tiedonantopolitiikan mukaan yhtiö pyrkii noudattamaan avoimuuden, rehellisyyden ja johdonmukaisuuden periaatteita sekä MAR-asetuksen ja Finanssivalvonnan ohjeiden vaatimuksia. Tavoitteena on tarjota sijoittajille olennaista tietoa reaaliajassa, jotta markkinat toimivat tehokkaasti ja osakkeen hinnanmuodostus pysyy asianmukaisena.

---

<sup>311</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedotteet 30.1.2023, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b00b0f45ed388acdc950046aa1b25e984&lang=fi&src=listed>
2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf63a90e22ed736684015c4d8c491bc7e&lang=fi&src=listed>

<sup>312</sup> Ks. esim. Lehto Group Oyj, pörssitiedotteet 15.12.2022 ja 18.10.2021, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b8ea9248dc98994f462383109f28ac9fb&lang=fi&src=listed>
2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba0dad1fa385964b036441814dae26362&lang=fi&src=listed>

<sup>313</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 11.4.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b497b1364cdeff66c1a4d13e9616bcbe2&lang=fi&src=listed>.

<sup>314</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 7.11.2019, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b93d0ee3492b29daaf94b77234eb99d7d&lang=fi&src=listed>.

<sup>315</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 1.7.2022: tiedotteessa ilmoitettiin rahoitussopimuksen voimaantulosta, joka oli alun perin tiedotettu 20.5.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf123f5c26afead50bebec69c438fd813&lang=fi&src=listed>.

[<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf123f5c26afead50bebec69c438fd813&lang=fi&src=listed>]

<sup>316</sup> Lehto Group Oyj, ”Tiedonantopolitiikka”, saatavilla:

<https://lehto.fi/sijoittajille/sijoittajasuhteet/tiedonantopolitiikka/>.

Oulaisten tehdasrakennuksen myynti tarjoaa havainnollistavan esimerkin sisäpiiritiedon arvioinnin ja yhtiön itse määrittelemien käytäntöjen välisistä haasteista. Lehdon tiedonantopolitiikan mukaan merkittävät yksittäiset projektit on julkistettava sisäpiiritietona.<sup>317</sup> Tämä viittaa siihen, että yhtiön arvio myynnin merkittävydestä ei vastannut tiedonantopolitiikassa asetettua määritelmää. Silloiset markkinaolosuhteet, jotka olivat epävakaat rakennusalan yleisten haasteiden ja yhtiön heikentyneen taloudellisen tilanteen vuoksi, voidaan kuitenkin katsoa laskeneen olennaisuuden kynnystä. Tämän myötä tieto saattoi täyttää sisäpiiritiedon määritelmän olennaisuusvaatimuksen matalammalla kynnyksellä kuin vakaammassa olosuhteissa.

Oulaisten myynnin taloudellinen arvo, noin 4,5 miljoonaa euroa, voidaan perustellusti katsoa merkittäväksi, kun sitä verrataan yhtiön aikaisempiin tiedotteisiin, joissa samansuuruisia kauppvoja on käsitelty sisäpiiritietona.<sup>318</sup> Tämä herättää kysymyksen, miksi myyntiä ei katsottu yhtiön aiemman tiedotuskäytännön mukaisesti olennaiseksi. Korkein oikeus on oikeuskäytännössään, kuten ratkaisussa KKO 2013:53, todennut, että olennaisuuden arvioinnissa yhtiön aiempi tiedottamiskäytäntö voi vaikuttaa arviointiin.<sup>319</sup> Tässä tapauksessa yhtiön aiemmat käytännöt olisivat tukeneet näkemystä, että myynti olisi tullut julkistaa sisäpiiritietona.

Tämä vahvistaa MAR-asetuksen johdantolauseessa 14 esitetyn markkinalähtöisyyden periaatteen keskeisyyttä, jonka mukaan tiedon olennaisuutta on arvioitava paitsi yhtiön sisäisestä näkökulmasta myös markkinoiden odotusten ja reaktioiden perusteella. Epävakaat markkinaolosuhteet ja yhtiön taloudelliset haasteet viittaavat siihen, että tieto myynnistä olisi voitu nähdä olennaisena järkevän sijoittajan päätöksenteon kannalta.

#### 4.5.3 Nokian Renkaat Oyj

Nokian Renkaat Oyj on renkaiden valmistaja, joka on erikoistunut haastaviin olosuhteisiin. Sen tuotevalikoimaan kuuluvat innovatiiviset ja laadukkaat renkaat, joita käytetään henkilöautoista

---

<sup>317</sup> Lehto Group Oyj, tiedonantopolitiikka, saatavilla: <https://lehto.fi/sijoittajille/sijoittajasuhteet/tiedonantopolitiikka/>.

<sup>318</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 24.4.2023. Tiedotteessa yhtiö ilmoitti myyneensä oikeutensa ja omistuksensa Jyväskylän Hippos-hankkeeseen viiden miljoonan euron kauppahinnalla. Saatavilla: <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba75102e6b7eb0a318bbd9041d9f8e476&lang=fi&src=listed>.

<sup>319</sup> KKO 2013:53, kohdat 24 ja 26.

aina raskaisiin työkoneisiin saakka.<sup>320</sup> Yhtiön erityisosaamista ovat äärimmäisiin olosuhteisiin suunnitellut talvirenkaat, joissa yhdistyvät turvallisuus, käytön kesto ja ympäristöystävällisyys.<sup>321</sup> Nokian Renkaat listautui arvopaperipörssiin vuonna 1995.<sup>322</sup>

Yhtiön sisäpiiritiedotteiden analyysi osoittaa, että Nokian Renkaat julkaisee aktiivisesti tietoa taloudellisista ohjeistuksista, viranomaistoimista ja strategisesti merkittävistä päätöksistä.<sup>323</sup> Esimerkiksi Euroopan komission suorittama yllätystarkastus<sup>324</sup> sekä EU:n asettamat pakotteet,<sup>325</sup> jotka kohdistuivat yhtiön Venäjän-liiketoimintaan, vaikuttivat merkittävästi osakekurssiin. Tällaiset tapahtumat korostavat markkinoiden herkkyyttä yllättäville ja potentiaalisesti negatiivisille uutisille, jotka voivat suoraan vaikuttaa yhtiön operatiiviseen toimintaan ja strategiaan päätöksiin.<sup>326</sup> Myös osingonmuutokset ja muut osinkoihin liittyvät päätökset<sup>327</sup> sekä investointipäätökset ovat olleet tapahtumia, jotka voivat vaikuttaa merkittävästi yhtiön arvostukseen.

Esimerkki sisäpiiritietona julkistetusta investointipäätöksestä on uuden hiilidioksidipäästöttömän tehtaan rakentaminen Romaniaan, joka ilmoitettiin 11.1.2022. Päätös aiheutti osakekurssin -11,57 prosentin laskun.<sup>328</sup> Vaikka investointi oli strategisesti merkittävä ja mahdollisti yhtiön liiketoiminnan jatkumisen ilman Venäjän-toimintoja, markkinat suhtautuivat siihen epäluuloisesti. Tämä ilmeni osakekurssin voimakkaana laskuna ja korostaa, kuinka merkittävät investoinnit voidaan tulkita markkinoilla riskitekijöiksi lyhyellä aikavälillä, erityisesti epävarmoina aikoina.

Taloudellisia ohjeistuksia ja tulostietoja koskevat tiedotteet, kuten tulosvaroitukset tai liikevaihdon ohjeistuksen muutokset, heijastuvat tyypillisesti suoraan osakekurssin liikkeisiin. Tällaiset tiedotteet välittävät sijoittajille kriittistä tietoa yhtiön odotetusta taloudellisesta

---

<sup>320</sup> Nokian Renkaat Oyj, yhtiöesittely ja tuotteet, saatavilla: <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/perustietoa/>.

<sup>321</sup> Nokian Renkaat Oyj, yhtiöesittely ja tuotteet, saatavilla: <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/perustietoa/>.

<sup>322</sup> Nokian Renkaat Oyj, yhtiöesittely ja tuotteet, saatavilla: <https://www.nokianrenkaat.fi/yritys/perustietoa/>.

<sup>323</sup> Katso liite III: Nokian Renkaat Oyj:n sisäpiiritiedotteet 28.2.2022, 3.10.2017 ja 11.4.2022.

<sup>324</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 30.1.2024. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba770e6874e1f024a4e19842cf8eba501&lang=fi&src=listed>.

<sup>325</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 11.4.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b75d112091ae583bb794e122b8da11fe8&lang=fi&src=listed>.

<sup>326</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 11.4.2022. Tiedotteessa todettiin, että EU:n asettamat pakotteet vaikuttivat yhtiön tuotantokapasiteettiin ja liikevaihtoon; vuonna 2021 noin 80 % henkilöautorenkaista valmistettiin Venäjällä ja Venäjän osuus liikevaihdosta oli noin 20 %. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b75d112091ae583bb794e122b8da11fe8&lang=fi&src=listed>.

<sup>327</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 30.3.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b459c854f61065bfc1f061f58585c75a&lang=fi&src=listed>.

<sup>328</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 1.11.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5018f9ae16580ed290e241d2b4205d87&lang=fi&src=listed>.

kehityksestä, mikä voi johtaa sijoituspäätösten uudelleenarviointiin. Liitteessä III esimerkiksi 28.2.2022 julkaistu tiedote taloudellisen ohjeistuksen peruuttamisesta johti merkittävään, yli 20 prosentin laskuun osakekurssissa.<sup>329</sup> Vastaavasti 17.6.2022 annettu tiedote liikevaihto-ohjeistuksen nostamisesta aiheutti yli 10 prosentin nousun.<sup>330</sup> Näiden tiedotteiden vaikutukset osoittavat, kuinka voimakkaasti markkinat reagoivat ohjeistuksen muutoksiin, sillä ne sisältävät olennaista tietoa yhtiön taloudellisen tilanteen muutoksista ja näkymistä. Oikeuskäytäntö myös tukee näkemystä, että tällaiset tiedot ovat usein olennaisia.<sup>331</sup>

Johtoryhmän muutokset ovat myös kuuluneet yhtiön sisäpiiritietona tiedotettaviin tapahtumiin. Esimerkiksi 26.5.2020<sup>332</sup> julkaistu tiedote uudesta toimitusjohtajasta johti 5,61 prosentin nousuun osakekurssissa. Sen sijaan vuonna 2024 toimitusjohtajan eläkkeelle siirtymisestä ilmoittaminen ei aiheuttanut merkittävää kurssireaktiota.<sup>333</sup> Tämä voi johtua siitä, että eläkkeelle siirtyminen oli jo ennakoitavissa. Näiden tapahtumien vaikutukset osoittavat, että sijoittajat seuraavat tarkasti ja reagoivat toimitusjohtajan positiossa tapahtuviin muutoksiin, joita voidaan pitää Nokian Renkaiden tapauksessa kurssiin vaikuttavana tietona.

On huomionarvoista, että Nokian Renkaiden kohdallakaan kaikki sisäpiiritiedotteet eivät ole aiheuttaneet merkittäviä kurssimuutoksia. Tämä voi viitata siihen, että markkinat ovat jo ennakoineet tietyn päätöksen tai arvioineet sen merkityksen vähäiseksi pitkän aikavälin näkymien kannalta. Esimerkiksi 28.10.2022 Nokian Renkaat ilmoitti<sup>334</sup> allekirjoittaneensa sopimuksen Venäjän-toimintojensa myynnistä. Osakekurssi nousi kuitenkin vain 1,14 prosenttia, mikä saattaa viitata siihen, että markkinat olivat jo ennakoineet tämän päätöksen, tai että ne arvioivat, ettei se merkittävästi muuta yhtiön pitkän aikavälin näkymiä. Myös tiedotteet, jotka ainoastaan päivittävät aiempia suunnitelmia ilman olennaisia uusia tietoja, voivat jäädä kurssivaikutuksiltaan vähäisiksi. Esimerkiksi 28.6.2022<sup>335</sup> annettu tiedote

---

<sup>329</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 28.2.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b848797f85ad28c1e3967966e309fc8c2&lang=fi&src=listed>.

<sup>330</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 17.6.2022.

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b69c42fffd2ea1e2e0762a81acc11a900&lang=fi&src=listed>.

<sup>331</sup> Ks. Helsingin hovioikeus, 31.10.2008, R 07/550.

<sup>332</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 26.5.2020. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b3261641eccbb709f977c8b98cfc21d0&lang=fi&src=listed>.

<sup>333</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 27.5.2020. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b6f5c65416ad18d764b90859339026096&lang=en&src=listed>.

<sup>334</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 28.10.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bcc70bdf0f05320144b60c6b0a0786250&lang=fi&src=listed>.

<sup>335</sup> Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 28.6.2022. Saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=ba845d5e358fa6846b798010e758bc02f&lang=fi&src=listed>.

hallitusta vetäytymisestä Venäjältä aiheutti vain -1,06 prosentin muutoksen osakekurssissa, mikä saattaa osoittaa, että markkinat olivat jo osin hinnoitelleet tämän päätöksen.

Nokian Renkaiden sisäpiiritiedotteiden analyysi osoittaa, että taloudellisia ohjeistuksia ja tulosvaroituksia koskevat tiedotteet ovat usein olleet merkittäviä kurssireaktioiden aiheuttajia, mikä korostaa niiden olennaisuutta sijoittajille. Tämä viittaa siihen, että tiedon vaikutukset taloudellisiin näkymiin tai ohjeistukseen tulisi huomioida erityisen tarkasti arvioitaessa sen luonnetta sisäpiiritietona. Investointipäätökset, kuten tuotannon siirtäminen uudelle maantieteelliselle alueelle, samoin kuin viranomaistoimet ja osingonmaksua koskevat päätökset, ovat osoittautuneet sijoittajille tärkeiksi ja heijastuneet osakekurssiin. Näiden tiedotteiden vaikutus perustuu niiden kykyyn muokata markkinoiden käsityksiä yhtiön strategisista ja taloudellisista näkymistä.

Liite III:n perusteella voidaan todeta, että tällaiset tapahtumat ovat toistuvasti osoittautuneet riittävän merkittäviksi täyttääkseen sisäpiiritiedon määritelmän. Yhtiön tulisi jatkossakin arvioida huolellisesti vastaavanlaisten tapahtumien olennaisuus, sillä ne vaikuttavat ratkaisevasti markkinoiden käsityksiin yhtiön arvosta ja tulevaisuudennäkymistä.

#### 4.5.4 Nurminen Logistics Oyj

Nurminen Logistics Oyj on suomalainen pörssiyhtiö, joka on erikoistunut kansainvälisiin logistiikkapalveluihin.<sup>336</sup> Yhtiö tarjoaa rautatiekuljetuksia, huolinta- ja tullauspalveluita sekä terminaalipalveluita erityisesti Aasian ja Euroopan välillä.<sup>337</sup> Lisäksi se korostaa sitoutumistaan kestäväan kehitykseen ja tehokkuuteen, mikä vahvistaa sen asemaa kansainvälisillä markkinoilla.<sup>338</sup> Nurminen Logistics listautui Helsingin pörssiin vuonna 2008.<sup>339</sup> Nurminen Logisticsin sisäpiiritiedotteet kattavat laajan kirjon strategisia ja taloudellisia tapahtumia, jotka ovat vaikuttaneet merkittävästi osakekurssiin. Näitä ovat erityisesti yrityskaupat, taloudelliset ohjeistukset ja tehostamistoimenpiteet.

---

<sup>336</sup> Nurminen Logistics Oyj, yhtiöesittely saatavilla: <https://nurminenlogistics.com/fi/meista/>.

<sup>337</sup> Ks. Nurminen Logistics Oyj:n tarjoamista palveluista tarkemmin: <https://nurminenlogistics.com/fi/>.

<sup>338</sup> Nurminen Logistics Oyj:n yhtiöesittely verkkosivuilta, saatavilla: [<https://nurminenlogistics.com/fi/meista/>].

<sup>339</sup> Nurminen Logistics Oyj:n yhtiöesittely verkkosivuilta, saatavilla: [<https://nurminenlogistics.com/fi/meista/>].

Yrityskaupoilla on ollut keskeinen rooli yhtiön tiedottamisessa, etenkin strategisissa hankinnoissa rautatielogistiikan vahvistamiseksi.<sup>340</sup> Maaliskuussa 2023 Nurminen Logistics hankki Operail Finland Oy:n, joka tunnetaan nykyisin nimellä North Rail Oy. Tämä 27 miljoonan euron arvoinen yrityskauppa täytti edellä mainitut pörssin sääntöjen asettamat rajat sisäpiiritiedon määrittelemiseksi, sillä kaupan kohteen osuus ylitti 10 % liikkeeseenlaskijan konsernin liikevaihdosta.<sup>341</sup> Yhtiön vuoden 2023 liikevaihto oli noin 127 miljoonaa euroa, mikä korostaa kaupan taloudellista merkitystä.<sup>342</sup> Tämä hankinta ei ollut ainoastaan taloudellisesti merkittävä, vaan myös strateginen, sillä se laajensi Nurminen Logisticsin toimintaa Suomen ja Aasian välisessä rautatieliikenteessä.<sup>343</sup> Oikeuskäytännön perusteella yrityskauppojen taloudellisen koon ja merkityksen arviointi suhteessa yhtiön liiketoimintaan on keskeistä. Esimerkiksi Nordic Aluminium -tapauksessa hovioikeus totesi, että yrityskauppa voi täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkistön jo varhaisessa suunnitteluvaiheessa, jos se on riittävän merkittävä yhtiön toiminnan kannalta.<sup>344</sup>

Taloudelliset ohjeistukset ja tulosvaroitukset ovat myös säännöllisesti kuuluneet Nurminen Logistics Oyj:n sisäpiiritiedotteisiin, tarjoten merkittäviä tietoa yhtiön tulevaisuuden näkymistä ja voitto-odotuksista.<sup>345</sup> Yhtiö on lisäksi tiedottanut strategisista uudelleenjärjestelyistä ja tehostamistoimista, jotka tähtäävät operatiivisen tehokkuuden parantamiseen, kuten 5.3.2019<sup>346</sup> julkistettu tehostamistoimia koskeva tiedote ja 2.10.2018<sup>347</sup> annettu tytäryhtiön osakekannan myyntiä koskeva tiedote ovat hyviä esimerkkejä tällaisista strategisista päätöksistä.

Sisäpiiritiedotteisiin ovat kuuluneet myös liikearvon alaskirjaukset ja kiinteistökaupat, kuten 4.3.2020 julkaistu 5,3 miljoonan euron alaskirjaus, mikä kuvastaa varallisuuteen kohdistuvia

---

<sup>340</sup> Katso liite IV: Nurminen Logistics Oyj:n sisäpiiritiedotteet 13.1.2023, 19.6.2019 ja 2.10.2018.

<sup>341</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, liite B osa D kohta 14. Kyseisessä kohdassa käsitellään yritysjärjestelyihin liittyviä kynnysarvoja, joiden perusteella tapahtuma voi muodostaa sisäpiiritietoa.

<sup>342</sup> Nurminen Logistics Oyj, tilinpäätös 14.3.2024, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b212531d2a2aba50eaa946110385d710f&lang=fi>.

<sup>343</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 13.1.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1d7289d7f20e2bff59f0312c0f4c876d&lang=fi>.

<sup>344</sup> Helsingin HO 21.12.2006, R 04/2332.

<sup>345</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedotteet taloudellisista ohjeistuksista ja tulosvaroituksista, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b05a4e3a58954da9104e68329663ef3ae&lang=fi&src=listed>,

2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b05a4e3a58954da9104e68329663ef3ae&lang=fi&src=listed>

3. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=be668405c3a0a7cd05976d24bc274ab84&lang=fi&src=listed>.

<sup>346</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 5.3.2019, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b43f9c258fd021bbe791e3c1ccb2d7697&lang=fi>.

<sup>347</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 2.10.2018, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bf63ae3a01c0a5be0703690a0e3294106&lang=fi>.

arvonalennuksia.<sup>348</sup> Lisäksi kiinteistökaupat ovat olleet merkittävä osa yhtiön strategista päätöksentekoa ja niistä on tiedotettu sisäpiiritiedotteilla. Näitä ovat muun muassa 12.11.2020 annettu tiedote suunnatusta osakeannista Vuosaaren terminaalikiinteistön ostamiseksi sekä 19.6.2019 annettu tiedote kiinteistökaupasta.<sup>349</sup>

Nurminen Logisticsin sisäpiiritiedotteiden jälkeiset kurssireaktiot osoittavat, kuinka eri tiedotteet vaikuttavat markkinoiden arvioihin yhtiön toiminnasta. Erityisen merkittäviä olivat Operail Finland Oy:n hankintaan liittyvät tiedotteet. Alkuperäinen ilmoitus kaupasta julkaistiin 13.1.2023, ja se nosti osakekurssia 29,03 prosenttia. Korjaustiedotteessa 16.1.2023<sup>350</sup> täydennettiin aiempaa tietoa kauppahinnan maksutavasta ja hankinnan taloudellisista yksityiskohdista, mikä johti 13,75 prosentin nousuun. Myöhemmin 27.12.2023<sup>351</sup> julkaistussa tiedotteessa ilmoitettiin kauppaan liittyvästä 12,3 miljoonan euron positiivisesta tulosvaikutuksesta, mikä heijastui osakekurssiin 8,41 prosentin nousuna. Nämä tapahtumat korostavat, kuinka merkittävät yrityskaupat ja niihin liittyvät yksityiskohdat vaikuttavat olennaisesti Nurminen Logisticsin osakekurssiin.

Talousohjeistusten ja tulosvaroitusten rooli on myös ollut keskeinen yhtiön kohdalla. Esimerkiksi 24.5.2023 julkaistu positiivinen tulosvaroitusta johti osakekurssin 33,33 prosentin nousuun, mikä havainnollistaa tässäkin yhteydessä, kuinka tuotto-odotukset ja riskitasot voivat merkittävästi vaikuttaa sijoittajien päätöksiin.<sup>352</sup> Vastaavasti negatiivinen talousohjeistuksen päivitys 15.11.2022<sup>353</sup>, jossa liikevaihtoennustetta laskettiin, aiheutti 8,75 prosentin laskun osakekurssissa.

---

<sup>348</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 4.3.2020, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b96dd5fc9ac6b731a515dae94077059ee&lang=fi>.

<sup>349</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedotteet 12.11.2020 ja 19.6.2019, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b9404220bbea316ace02a4dfe316c63b&lang=fi>
2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1c4234928d5db0e0950cca3d2ada380b&lang=fi>

<sup>350</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 16.1.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b77ab3a530bf031da4d986012e05cada9&lang=fi>.

<sup>351</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 27.12.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b77ad10410876ec0b3aead47c59fb7b77&lang=fi>.

<sup>352</sup> Helsingin HO 31.10.2008, R 07/550. Tapauksessa lausuttiin, että arvopaperimarkkinoilla tärkeimmät tiedonantovelvollisuuden kohteet liittyvät arvopaperin tuotto-odotuksiin ja riskitasoon.

<sup>353</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 15.11.2022, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b8bcb8c54cb10e346c4129bc2eed05e9&lang=fi>.

Vuoden 2017 tiedotteet puolestaan osoittavat, kuinka pääomarakenteeseen ja strategiaan liittyvät päätökset voivat vaikuttaa merkittävästi Nurminen Logisticsin osakekurssiin.<sup>354</sup> Kesäkuussa 2017 Nurminen Logistics Oyj:n hallitus vahvisti uuden strategian, joka painotti liiketoiminnan kasvattamista erityisesti rautatieliiketoiminnassa, logistisissa palveluissa ja satamatoiminnoissa. Samana päivänä yhtiö ilmoitti strategian tueksi päätetystä pääomajärjestelystä, joka sisälsi merkintäoikeusannin. Tavoitteena oli tukea yhtiön strategisia tavoitteita ja vahvistaa pääomarakennetta. Tiedotteiden jälkeinen 16,36 prosentin lasku osakekurssissa kuvastaa markkinoiden huolta mahdollisesti merkintäoikeusannin aiheuttamasta laimennusvaikutuksesta. Tämä myös korostaa sitä, että strategisesti merkittävät päätökset, kuten liiketoiminnan kasvattaminen yrityskauppojen avulla ja pääomarakenteen uudelleenjärjestelyt, voivat herättää sijoittajien keskuudessa erilaisia tulkintoja päätösten vaikutuksista yhtiöön.

Olenaisuusarvioinnista osalta voidaan todeta, kun arviointi ei voi perustua jälkikäteen havaittuihin markkinareaktioihin, tiedon merkitystä tuleekin arvioida sen julkistusajankohdan kontekstissa. Nurmisen tapauksessa oli ilmeistä, että uusi strategia ja sen tueksi suunnitellut pääomajärjestelyt olivat osakekurssin kannalta olennaisia. Uusi strategia merkitsi selkeää muutosta yhtiön aikaisemmassa toimintatavassa, mikä teki siitä olennaista sisäpiiritietoa.

Nurminen Logistics Oyj:llä on myös julkinen tiedonantopolitiikka<sup>355</sup>, joka määrittelee ne tapahtumat, jotka julkistetaan pörssitiedotteilla. Yhtiö on lisäksi asettanut taloudellisia raja-arvoja tapahtumille, kuten yrityskaupoille. Poliitiikan mukaan tapahtumat, joiden taloudellinen arvo ylittää miljoona euroa, tai tilaukset, joiden arvo on vähintään kymmenen prosenttia kyseisen liiketoiminnan vuotuisesta liikevaihdosta, kuuluvat julkistettaviin tietoihin.<sup>356</sup> Tällaiset kvantitatiiviset kriteerit tarjoavat sekä yhtiölle että sijoittajille konkreettisen viitekehyksen, jonka pohjalta tiedon olennaisuutta voidaan arvioida. Kuitenkin MAR-asetuksen 7(1) artiklan mukaisesti sisäpiiritiedon olennaisuus määrittyy ensisijaisesti tiedon

---

<sup>354</sup> Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedotteet 26.6.2017, saatavilla:

1. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b3aeaa2093765858e55294e81a0c6b135&lang=fi>
2. <https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b9a08e313ed9f291b0cebe960029e7c34&lang=fi>

<sup>355</sup> Nurminen Logistics Oyj, tiedonantopolitiikka, saatavilla: <https://nurminenlogistics.com/fi/tiedonantopolitiikka/>.

<sup>356</sup> Nurminen Logistics Oyj, tiedonantopolitiikka, saatavilla: <https://nurminenlogistics.com/fi/tiedonantopolitiikka/>.

todennäköisen vaikutuksen perusteella rahoitusvälineiden arvoon ja järkevien sijoittajien päätöksentekoon. Näin ollen pelkkä taloudellisten kynnsarvojen ylittäminen ei yksin riitä määrittämään tietoa olennaiseksi. Arvioinnissa on huomioitava myös markkinoiden odotukset ja sijoittajien päätöksenteon kannalta merkittävät tekijät.

Edellä on tarkasteltu Nurminen Logisticsin aiempaa tiedottamiskäytäntöä, sen aiheuttamia kurssireaktioita ja tiedonantopolitiikkaa. Esimerkit havainnollistavat, miten Nurminen Logistics on soveltanut olennaisuusvaatimuksen arviointia ja suhteuttanut sitä asettamiinsa kynnsarvoihin. Erityisen merkittävää on, että yhtiön tiedonantopolitiikassa määritellyt kynnsarvot voivat vaikuttaa olennaisuuden arviointiin myös oikeudellisesta näkökulmasta. Kuten edellä tarkasteltu oikeuskäytäntö osoittaa, yhtiön omat julkilausumat sen kannalta merkittävistä tapahtumista voivat ohjata myöhempää oikeudellista tulkintaa. Yhtiö kantaa näin ollen tietyn riskin näistä linjauksista, vaikka niitä voidaankin pitää tiedottamisen läpinäkyvyyttä edistävinä ja olennaisuusarviointia ohjaavina tekijöinä. Tämä korostaa tiedonantopolitiikan ja sen pohjalta tehtävän itsearviointin keskeistä merkitystä.

#### 4.5.5 Havainnot pörssiyhtiöiden tiedottamiskäytännöistä

Tarkastellut yhtiöt osoittavat, että sisäpiiritiedon olennaisuus korostuu erityisesti silloin, kun julkistettu tieto muuttaa merkittävästi aiempaa käsitystä yhtiön strategiasta, taloudellisesta asemasta tai toiminnasta. Tämä näkyy tarkastelluissa yhtiöissä siten, että sisäpiiritiedon olennaisuus ja kyky vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan on ollut vahvimmillaan silloin, kun julkistettu tieto on muuttanut aiemmin annettua käsitystä yhtiöstä. Tämä havainto on linjassa järkevän sijoittajan testin kanssa, jonka mukaan olennaista tietoa on se, joka muuttaa saatavilla olevan tiedon kokonaisuutta ja liittyy sijoittajan tuotto-odotuksiin.<sup>357</sup>

Tulosvaroitukset tarjoavat tästä selkeän esimerkin. Niiden yhteydessä yhtiö tarkentaa tai muuttaa aiempia näkymiään, vaikuttaen sijoittajien arvioihin sen taloudellisesta tilasta ja tulevista tuotoista. Kaikki tarkastellut yhtiöt ovat historiallisesti antaneet tulosvaroituksia, joiden osakekurssivaikutukset ovat olleet merkittäviä.<sup>358</sup>

---

<sup>357</sup> Ventrone – Picciau 2017, s. 285.

<sup>358</sup>ks. esim. Nokia Oyj, pörssitiedote 14.7.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=1238309&lang=fi>; Lehto Group Oyj, pörssitiedote 24.10.2023, saatavilla:

Sisäpiiritiedon vaikutus markkinoiden käsityksiin yhtiöstä ja sen tulevaisuudesta on korostunut myös itsesääntelynormistossa ja viranomaisten linjauksissa. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeistus korostaa, että liiketoiminnan, strategian tai pääomarakenteen muutokset voivat muodostaa olennaista sisäpiiritietoa.<sup>359</sup> Pörssin itsesääntelynormisto puolestaan painottaa, että investointipäätösten, yrityskauppojen ja muiden toiminnan muutosten olennaisuutta on arvioitava suhteessa aiemmin julkistettuun ja markkinoiden odotuksiin.<sup>360</sup>

Nokian tapauksessa tämä näkyi erityisesti tiedotteissa, joissa aiemmin markkinoille viestitty strategia muuttui olennaisesti.<sup>361</sup> Yhtiö oli esimerkiksi aiemmin ilmoittanut liiketoimintansa suuntaviivoista, mutta myöhemmissä sisäpiiritiedotteissa esitetyt uudet päätökset erosivat näistä merkittävästi, mikä vaikutti osaltaan muuttavan aiempaa käsitystä yhtiön toimintamallista, sillä ne korostivat itsenäisempien liiketoimintayksiköiden roolia, myyntitoimintojen uudelleenorganisointia ja laajamittaisia säästötoimia. Tämä strateginen linjaus saattoi vaikuttaa markkinoiden arvioihin yhtiön suunnasta ja toimintamallista.

Nokian tapauksessa huomionarvoista oli myös yhtiöön kohdistuvat ulkopuoliset spekulatiot ja markkinahuhut. Kun yhtiö on kommentoinut näitä, joko kumoten ne tai vahvistaen markkinoilla liikkuvat tiedot, sillä on ollut havaittavia vaikutuksia osakekurssiin. Tämä liittyy myös MAR-asetuksen 14. johdantokappaleessa esitettyyn olennaisuuden arviointiperiaatteeseen, jonka mukaan arvioinnissa on huomioitava tiedon vaikutus suhteessa liikkeeseenlaskijan koko toimintaan, tiedon lähteen luotettavuus sekä muut markkinamuuttajat, jotka voivat vaikuttaa rahoitusvälineeseen. Esimerkiksi Nokian AT&T-kauppaan liittyvässä spekulatiossa taustalla oli merkittävä analytikkolähde, mikä korostaa ulkopuolisten tietolähteiden merkitystä markkinoiden odotuksiin. Lisäksi Nokian kohdalla keskeisiä olivat yhtiön teknologiaan liittyvät lisenssisopimukset, jotka muodostavat merkittävän osan sen liiketoimintamallista. Niissä tapahtuvilla muutoksilla on havaittu olevan olennaisia vaikutuksia yhtiön arvonmuodostukseen.

---

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b1dc2f2b607f6b52cbcc29a9c68c6889e&lang=fi&src=listed>; Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedote 17.6.2022, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b69c42fffd2ea1e2e0762a81acc11a900&lang=fi&src=listed>; Nurminen Logistics Oyj, pörssitiedote 24.5.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b05a4e3a58954da9104e68329663ef3ae&lang=fi&src=listed>;

<sup>359</sup> CESR/06-562b, kohdat 1.15 ja 1.16.

<sup>360</sup> Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille, liite B osa D kohta 14.

<sup>361</sup> Nokia Oyj, pörssitiedote 19.10.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b5224970c04ce1cc178880119c1b7ced5&lang=en&src=listed>.

Lehdon kohdalla korostuu markkinalähtöinen lähestymistapa sisäpiiritiedon arvioinnissa. Yhtiön taloudellisten vaikeuksien vuoksi erityisen merkittäviä sijoittajille ovat olleet tiedotteet, jotka koskivat tuotto-odotuksiin vaikuttavia muutoksia, kuten tappioiden kirjaamiset projekteista ja säästötoimenpiteet. Lehdon tapauksessa myös merkittävät rakennushankkeet ovat vakaammassa toimintaympäristössä olleet olennaista tietoa, koska ne ovat vaikuttaneet liiketoiminnan kehitykseen ja osakkeen arvostukseen.<sup>362</sup>

Nokian Renkaiden tapauksessa viranomaispäätökset ja sääntely-ympäristön muutokset ovat olleet olennaista tietoa. Yhtiön tiedottamiskäytännössä näkyy runsaasti viranomaismääräyksiin ja päätöksiin liittyviä tiedotteita, jotka ovat vaikuttaneet sen toimintaan ja osakkeen arvonmuodostukseen.<sup>363</sup> Yhtiön liiketoiminta on altistunut merkittäville geopolitiisille riskeille, mikä liittyy sen vahvaan asemaan Venäjän markkinoilla. Venäjälle asetetut pakotteet sekä yhtiön päätös vetäytyä kyseiseltä markkinalta ovat olleet arvonmäärityksen kannalta keskeisiä tapahtumia.

Nurminen Logisticsin tapauksessa tiedottamiskäytännössä korostuvat erityisesti yrityskaupat ja liiketoimintojen myynnit sekä laajat rahoitusjärjestelyt. Näillä on ollut merkittävä vaikutus yhtiön arvonmuodostukseen, ja sisäpiiritiedotteet ovat usein käsitelleet liiketoiminnan laajentamiseen tai rakenteellisiin muutoksiin liittyviä päätöksiä.

Kokonaisuutena tarkastellut yhtiöt osoittavat, että olennaisuuden arviointi vaatii syvällistä ymmärrystä liikkeeseenlaskijan toiminnasta ja rahoitusvälineen arvonmuodostuksesta. Keskeistä on myös suhteuttaa uusi tieto aiemmin julkistettuun ja arvioida, kuinka johdonmukaista yhtiön tiedottamiskäytäntö on ollut.<sup>364</sup> Korkein oikeus on katsonut, että tiedon vaikutusta rahoitusvälineen hintaan on arvioitava yhtiön tiedottamiskäytännön valossa, sillä johdonmukaisuus vaikuttaa sijoittajien odotuksiin. Mikäli aiemmin annettuihin tietoihin tulee merkittäviä muutoksia, niiden tiedottaminen on perusteltua. Samalla sijoittajien ja muiden markkinaosapuolten reaktiot vastaavanlaisiin julkistuksiin voivat tarjota viitteitä siitä, millaista tietoa voidaan pitää olennaisena. Tätä taustaa vasten tarkasteltujen yhtiöiden tiedottamiskäytännöt antavat osviittaa siitä, kuinka markkinoilla on tyypillisesti reagoitu

---

<sup>362</sup> Lehto Group Oyj, pörssitiedote 11.4.2023, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b497b1364cdeff66c1a4d13e9616bcbe2&lang=fi&src=listed>

<sup>363</sup> Ks. myös Nokian Renkaat Oyj, pörssitiedotteet 11.4.2022 ja 3.10.2017, saatavilla:

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=b75d112091ae583bb794e122b8da11fe8&lang=fi&src=listed> ja

<https://view.news.eu.nasdaq.com/view?id=bc621d56a6812ac0389f9ef960477014b&lang=fi&src=listed>.

<sup>364</sup> KKO 2013:53, kohta 26.

tietynlaisiin muutoksiin ja miten ne ovat vaikuttaneet rahoitusvälineiden arvonmuodostukseen. Tämä tukee käsitystä, että olennaisuuden arviointi on aina tapauskohtaista kokonaisharkintaa, jossa merkityksellistä on, miten huolellinen ja rationaalinen sijoittaja käyttäisi kyseistä tietoa päätöksenteossaan.

## 5 Yhteenveto

Tässä tutkielmassa on tarkasteltu liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn näkökulmasta, keskittyen erityisesti sisäpiiritiedon olennaisuuteen ja sen arviointiin suomalaisten pörssiyhtiöiden kannalta. Tutkimuksen tavoitteena on ollut syventää ymmärrystä siitä, kuinka liikkeeseenlaskijoiden tulisi arvioida sisäpiiritiedon määritelmää ennakkolisessa arvioinnissa. Kuten aiemmin on todettu, yleispätevien oikeussääntöjen laatiminen olennaisuuden arviointia varten on haastavaa, sillä tapauskohtaiset olosuhteet, soveltamistilanteet ja markkinatilanteet vaihtelevat merkittävästi. Tästä syystä sisäpiiritiedon muodostuminen ja siihen liittyvä olennaisuuden arviointi edellyttävät aina harkintaa tapauskohtaisesti. Sama pätee myös tässä tutkimuksessa omaksuttuun näkökulmaan, eikä käsitteelle voida asettaa yksiselitteisiä rajoja. Kuten tässä tutkimuksessa on todettu, sisäpiiritiedon määritelmä on laadittu tarkoituksella joustavaksi, jotta se soveltuisi erilaisiin markkinatilanteisiin ja oikeudellisiin arviointitilanteisiin.<sup>365</sup>

Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan MAR 7 artiklan mukaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen. Tiedolla on sisäpiiritiedon luonne, jos sen julkistamisen voidaan todennäköisesti katsoa vaikuttavan huomattavasti kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaisten hintoihin. Tutkimuksessa edellä sanottu olennaisuuden osatekijä on nähty keskeisenä jo arvioinnin alkuvaiheessa, kun liikkeeseenlaskija pyrkii määrittämään, täyttääkö tieto sisäpiiritiedon kriteerit. Vaikka sääntelyssä viitataan oletettuun huomattavaan hintavaikutukseen, olennaisuuden arviointi perustuu käytännössä järkevän sijoittajan testiin. Tämä tarkoittaa, että tiedon olennaisuus arvioidaan sen perusteella, miten se vaikuttaisi järkevän sijoittajan päätöksentekoon ajankohtana, jolloin tieto ei ole vielä julkista

---

<sup>365</sup> Turtiainen 2022a, s. 542; CESR/06-562b, kohta 1.13.

Tässä tutkimuksessa tiedon olennaisuuden arviointia on jäsennetty kahden eri näkökulman kautta.<sup>366</sup> Ajallinen ulottuvuus korostaa tiedon arvioimista *ex ante* -tilanteessa, kun tieto ei ole vielä julkista, kun taas järkevän sijoittajan näkökulma tuo esiin sen, että arvioinnin kohteena on nimenomaan huolellisen ja rationaalisen sijoittajan päätöksenteko. Järkevän sijoittajan käsite jättää kuitenkin tulkinnanvaraa siitä, onko tämän arviointiperusteen tarkoituksena ensisijaisesti ohjata liikkeeseenlaskijoiden päätöksentekoa vai toimiiko se pikemminkin työkaluna lainkäyttäjille, esimerkiksi sisäpiiritietoon liittyvien arvopaperimarkkinarikosten arvioinnissa.

Järkevän sijoittajan käsitteeseen liittyy myös teoreettisia haasteita, erityisesti suhteessa markkinarealiteetteihin.<sup>367</sup> Järkevän sijoittajan kriteeri perustuu taustaoletukseen, että tehokkailla markkinoilla julkisesti saatavilla oleva sijoituspäätösten kannalta merkityksellinen tieto heijastuu nopeasti markkinahintoihin. Tämä oletus ei kuitenkaan aina vastaa todellisuutta, sillä markkinat voivat olla tehottomia, jolloin kaikkea olennaista tietoa ei aina hinnoitella viipymättä. Markkinoilla voi esiintyä tehottomuutta ja irrationaalista spekulatiota, kuten tammikuussa 2021 Nokian osakkeen kohdalla, jolloin Reddit-keskustelujen synnyttämä spekulatiivinen kiinnostus nosti osakekurssia merkittävästi ilman perusteltua taloudellista syytä. Tämä osoittaa, ettei kaikki hintaan vaikuttava tieto ole välttämättä sellaista, jonka järkevä sijoittaja huomioisi päätöksenteossaan. Tutkimuksessa on esitetty, että järkevä sijoittaja on markkinatoimija, joka pyrkii rationaalisuuteen päätöksenteossaan ja jonka keskeisin erottava tekijä muihin sijoittajiin nähden on kyky arvioida ja hyödyntää markkinatietoa keskimääräistä paremmin tavoitteidensa mukaisesti.<sup>368</sup> Tästä näkökulmasta katsottuna hänen erityispiirteensä on kyky erottaa tieto, joka vaikuttaa sijoituksen taloudellisiin tuottoihin, sellaisesta tiedosta, jolla ei ole vaikutusta.

Lisäksi tutkimus on tuonut esiin, että sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa tulee huomioida tiedon julkistamisen konteksti. Sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa liikkeeseenlaskijan tulee kiinnittää huomiota paitsi järkevän sijoittajan päätöksentekohetkellä käytettävissä olevaan tietoon myös siihen kontekstiin, jossa tieto julkistetaan. MAR-asetuksessa on nimenomaisesti todettu, että arvioinnissa on otettava huomioon tiedon odotettavissa olevat vaikutukset suhteessa liikkeeseenlaskijan koko toiminnan muodostamaan

---

<sup>366</sup> Ks. Knuts 2011, s. 104–111.

<sup>367</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 289.

<sup>368</sup> Ventrizzo – Picciau 2017, s. 285.

taustaan, tietolähteen luotettavuus ja muut markkinatekijät, jotka voivat vaikuttaa kyseiseen rahoitusvälineeseen.<sup>369</sup>

Koska oikeuskäytäntö on vahvistanut yhtiöiden tiedottamiskäytänteiden merkityksen sisäpiiritiedon olennaisuuden arvioinnissa<sup>370</sup>, tässä tutkimuksessa on pidetty tarpeellisena tarkastella neljän eri yhtiön tiedottamiskäytäntöjä sekä sitä, miten toimiala ja toimintaympäristö vaikuttavat sisäpiiritiedon määrittelyyn. Tarkastellut yhtiöt edustavat hyvin erilaisia toimialoja, ja niiden liiketoiminnan erityispiirteet osoittivat, että sisäpiiritiedon määrittely on vahvasti sidoksissa toimialaan ja markkinatilanteeseen. Nokian tapauksessa teknologiaan liittyvät yhteistyösopimukset olivat merkittäviä sisäpiiritietoja, kun taas Lehdon kohdalla tarkastelujakson aikana vallinnut heikko markkinatilanne vaikutti siihen, mitä tietoja yhtiö julkisti sisäpiiritietona. Nokian Renkaiden osalta havaittiin, että toimintaympäristön sääntelyllä oli keskeinen vaikutus sisäpiiritiedon alaan, kun taas Nurmisen kohdalla erityisesti yritysjärjestelyt muodostivat merkittävää sisäpiiritietoa

Näiden tapausten tarkastelussa havaittiin myös tiettyjä yhtäläisyyksiä. Tarkastellut yhtiöt osoittavat, että sisäpiiritiedon olennaisuus korostuu erityisesti silloin, kun julkistettu tieto muuttaa merkittävästi aiempaa käsitystä yhtiön strategiasta, taloudellisesta asemasta tai toiminnasta. Tämä näkyi erityisesti yhtiöiden antamissa tulosvaroituksissa, joissa yhtiö tarkensi tai muutti aiempia näkymiään. Tulosvaroitukset havainnollistavat, miten yhtiön julkistama tieto voi vaikuttaa markkinoiden käsitykseen sen taloudellisesta tilanteesta ja tulevaisuuden näkymistä, mikä tekee niistä tyypillisesti olennaista sisäpiiritietoa.

Tässä tutkimuksessa on laajasti tarkasteltu kotimaista oikeuskäytäntöä, vaikka sitä on saatavilla varsin niukasti. Oikeuskäytännössä sisäpiiritiedon määritelmän tulkinta on keskittynyt erityisesti arvopaperimarkkinarikoksiin, kuten sisäpiiritiedon väärinkäyttöön ja arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen. Monissa tapauksissa on linjattu MAR-asetuksen mukaisesti, että tosiasiallinen vaikutus arvopaperin hintaan ei ole sisäpiiritiedon määrittelyn edellytys. Riittää, että objektiivisesti arvioiden tieto on sellaista, että sen voidaan julkitullessaan katsoa vaikuttavan arvopaperin arvonmuodostukseen. Vaikka

---

<sup>369</sup> MAR johdantolause (14).

<sup>370</sup> KKO 2013:53, kohta 26, jossa todettiin, että jatkuvan tiedonantovelvollisuuden luonteen mukaisesti tiedon olennaisuuden arvioinnissa voidaan ottaa huomioon myös yhtiön aikaisempi ja johdonmukainen tiedottamiskäytäntö. Ks. myös KKO 2024:25, kohta 35, jossa korostettiin tiedottamiskäytännön vaikutusta sijoittajan odotuksiin.

MAR:n johdantolauseessa<sup>371</sup> todetaan, ettei jälkikäteistä hintavaikutusta tulisi käyttää näyttönä sisäpiiritiedon määrittelyn tueksi henkilöitä vastaan, jotka ovat tehneet harkittuja johtopäätöksiä ennen päätöksentekoa, kotimaisessa oikeuskäytännössä kurssikehityksen tarkastelu on kuitenkin ollut keskeinen osa arviointia.

Oikeuskäytännöstä on ollut vaikea tehdä pitkälle meneviä johtopäätöksiä, mutta tiettyjä suuntaviivoja voidaan tunnistaa. Oikeustapauksissa markkinoiden odotusten merkitys on ollut keskeinen, kuten Scanfil<sup>372</sup>- ja Stonesoft-tapauksissa<sup>373</sup>, joissa tuomioistuimen arvio olennaisuudesta perustui markkinoiden ennako-odotuksiin. Lisäksi yritysjärjestelyt, kuten fuusiot ja julkiset ostotarjoukset, ovat tyypillisesti täyttäneet olennaisuuskriteerin matalalla kynnyksellä, koska niihin liittyvä preemio vaikuttaa suoraan arvopaperin hintaan.<sup>374</sup> Oikeuskäytännössä on myös painotettu arvopaperin tuotto-odotuksiin ja riskitasoon liittyvien tietojen merkitystä sekä pörssiyritysten velvollisuutta varmistaa tiedonantovelvollisuuden oikea-aikainen ja huolellinen täyttäminen.<sup>375</sup>

Tämän tutkielman myötä sisäpiirisääntelyn vaikeaselkoisuus ja tulkinnanvaraisuus eivät poistuneet. Erityisesti on huomionarvoista, että lainsäätäjä on itse tunnistanut sisäpiiritiedon määrittelyn kehityskohteita ja todennut tarpeen tarkentaa nimenomaisesti täsmällisyyden ja olennaisuuden osatekijöitä markkinaosapuolten oikeusvarmuuden parantamiseksi.<sup>376</sup> Sääntelyn selkeyttämiseen on pyritty, ja näitä tarkennuksia käsiteltiin myös osana laajempaa sääntelyuudistusta, Listing Act -pakettia.<sup>377</sup>

Euroopan komission vuonna 2021 julkaisemassa konsultaatiossa *Targeted Consultation on the Listing Act*<sup>378</sup> esitettiin ehdotus sisäpiiritiedon määrittelyn selkeyttämiseksi. Erityisesti pyrittiin tarkentamaan olennaisuuden arviointia siten, että se perustuisi tietoon, jonka rationaalinen sijoittaja katsoisi olennaiseksi yrityksen pitkän aikavälin perusarvon kannalta ja jota hän käyttäisi sijoituspäätöksensä perustana. Tämä olisi voinut täsmentää arviointia, jonka

---

<sup>371</sup> MAR johdantolause (15).

<sup>372</sup> Helsingin HO 18.6.2009, R 08/721.

<sup>373</sup> Helsingin HO, 31.10.2008, R 07/550.

<sup>374</sup> KKO 2006:110, kohdat 29–33; Helsingin HO 14.9.2010, R 08/3300; Knuts 2011, s. 40.

<sup>375</sup> Ks. näistä esimerkkinä Helsingin HO, 31.10.2008, R 07/550.

<sup>376</sup> MAR johdantolause (18).

<sup>377</sup> Listing act asetetus (EU) N:o 2024/2809

<sup>378</sup> Ks. Euroopan komission konsultaatiodokumentti 19.11.2021: *Targeted consultation on the Listing Act: Making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs.*

liikkeeseenlaskijoiden tulee tehdä MAR 7 artiklan mukaisesti. Lopulta ehdotus ei kuitenkaan päätynyt Listing Actin lopulliseen sääntelytekstiin.

Listing Act -paketti julkaistiin Euroopan unionin virallisessa lehdessä 14. marraskuuta 2024, ja sen odotetaan tulevan täysimääräisesti voimaan heinäkuussa 2026. ESMA on saanut komissiolta pyynnön antaa teknistä neuvontaa useisiin sääntelypakettiin liittyviin aiheisiin, mukaan lukien MAR-asetukseen. Uusi sääntely ei kuitenkaan muuta sisäpiiritiedon määritelmää, mutta se vaikuttaa sisäpiiritiedon julkistamista koskevaan menettelyyn. Pitkäkestoisten menettelyjen osalta se palauttaa tietyllä tavalla kaksiosaiseen täyttymismalliin, jossa sisäpiiritiedon ilmaisu- ja käyttökielto syntyvät ennen tiedonantovelvollisuuden täyttymistä.<sup>379</sup> Tämä tarkoittaa, että sisäpiiritiedon ilmaisu- ja käyttökielto syntyvät ennen tiedonantovelvollisuuden täyttymistä, kuten oli käytössä ennen MAR:n voimaantuloa.<sup>380</sup>

Vaikka sääntely on kehittynyt, sisäpiiritiedon olennaisuuden arviointi säilyy edelleen tapauskohtaisena ja tulkinnanvaraisena. Tämä tutkielma on osoittanut, että käsitellyt oikeuslähteet tarjoavat liikkeeseenlaskijoille vain rajallisesti käytännössä sovellettavia tulkintaohjeita. Sääntelyn kehittämisen ja täsmennyksen tarve on yhä ajankohtainen.

---

<sup>379</sup> Listing Act asetetus (EU) N:o 2024/2809 johdantolause (67), jonka mukaan sisäpiirikauppojen kielto soveltuu heti tiedon saatavuudesta alkaen. Menettelyn loppuvaihe voi olla tiedonantovelvollisuuden alaista, vaikka välivaiheet voivat jo muodostaa sisäpiiritiedon

<sup>380</sup> Turtiainen 2022a, s. 527.

## Liite I.

### Nokia Oyj sisäpiiritiedotteiden julkistuspäivämäärät ja kurssivaikutukset<sup>381</sup>

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
08.02.2024 15:15	Sisäpiiritieto	Nokia on saanut älypuhelinlisenssien uusimissyklin päätökseen	2,42 %
24.01.2024 08:00	Sisäpiiritieto	Nokia solmi 5G-patenttien ristiinlisenssiosopimuksen Oppon kanssa	0,63 %
29.12.2023 23:15	Sisäpiiritieto	Nokia ennakoi tuloksensa jäävän alle vuodelle 2023 annetun taloudellisen ohjeistuksen, sillä lisenssien uusimisneuvottelujen odotetaan jatkuvan ensi vuoden puolelle	0,98 %
12.12.2023 07:00	Sisäpiiritieto	Nokia kertoo strategiansa edistymisestä, päivittää vuoden 2026 vertailukelpoisen liikevoittoprosentin tavoitetta ja esittää alustavat oletukset vuoden 2024 näkyville	2,38 %
19.10.2023 07:00	Sisäpiiritieto	Nokia kiihdyttää strategiansa toimeenpanoa, yksinkertaistaa toimintamalliaan ja ryhtyy toimenpiteisiin kannattavuuden varmistamiseksi	- 6,44 %
14.07.2023 07:30	Sisäpiiritieto	Nokia alentaa vuoden 2023 liikevaihdon ennustetta ja tarkentaa näkymiään liikevoittomarginaalin osalta	-9,46 %
30.06.2023 22:15	Sisäpiiritieto	Nokia ja Apple solmivat pitkäkestoisen patenttilisenssisopimuksen	0,00 %
09.02.2023 10:10	Sisäpiiritieto	Nokia käynnistää ostotarjoukset liikkeeseen laskemistaan vuosina 2024, 2025 ja 2026 erääntyvistä velkakirjoista	0,00 %
03.02.2022 07:00	Sisäpiiritieto	Nokia julkistaa osakkeiden takaisinosto-ohjelman	-2,13 %
11.01.2022 08:15	Sisäpiiritieto	Nokia odottaa ylittävänsä vuoden 2021 taloudellisen näkymänsä ja antaa liikevoittoprosenttia koskevan näkymän vuodelle 2022	- 0,18 %
13.07.2021 08:00	Sisäpiiritieto	Nokia odottaa nostavansa taloudellista ohjeistustaan vuodelle 2021	-7,41 %
16.03.2021 08:35	Sisäpiiritieto	Nokia suunnittelee uudistavansa kulurakennettaan investoidakseen tulevaisuuteen	0,00 %
27.01.2021 19:15	Sisäpiiritieto	Nokia kommentoi osakkeidensa kaupankäyntiä	-12,05 %
06.05.2020 10:30	Sisäpiiritieto	Nokia käynnistää ostotarjouksen liikkeeseen laskemistaan 500 000 000 euron 1,000 %:n velkakirjoista, jotka erääntyvät 15.3.2021	0,00 %

<sup>381</sup> Taulukon tiedot on koottu yhtiötiedotteiden otsikoiden ja kellonaikojen osalta Nasdaqin verkkosivuilta saatavilla <https://www.nasdaqomxnordic.com/utiset/yhtiötiedotteet> ja kurssivaikutuksen sekä kurssihistorian osalta Kauppalehden verkkosivuilta saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/NOKIA/kurssihistoria>.

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
02.03.2020 07:15	Sisäpiiritieto	Pekka Lundmark nimitetty Nokian toimitusjohtajaksi; Rajeev Suri tulee jättämään tehtävänsä toimitukseen Nokian ja Nokia Siemens Networksin toimitusjohtajana yli kymmenen vuotta	1,45 %
22.03.2019 18:30	Sisäpiiritieto	Nokia käynnistää ostotarjouksen liikkeeseen lasketuista velkakirjoista korkeintaan miljardin Yhdysvaltain dollarin vastikkeella	-5,07 %
25.10.2018 07:01	Sisäpiiritieto	Nokia julkistaa suunnitelmansa strategian toimeenpanon nopeuttamiseksi, asiakaslähtöisyytensä parantamiseksi ja pitkän aikavälin kustannusjohtajuuden säilyttämiseksi	0,43 %
21.12.2017 15:46	Sisäpiiritieto	Nokia ja Huawei tekivät patenttilisenssisopimuksen	4,13 %
30.11.2017 1:20	Sisäpiiritieto	Nokia kommentoi Juniper Networksia koskevia huhuja	0,24 %
18.09.2017 8:00	Sisäpiiritieto	Ratkaisu Nokian ja LG Electronicsin välisessä patenttilisenssiin liittyvässä välimiesmenettelyssä	0,77 %
27.06.2017 12:45	Sisäpiiritieto	Nokia ilmoittaa Ostotarjoutensa ja Suostumusten Pyytämisen lopulliset tulokset	-4,84 %
30.05.2017 16:50	Sisäpiiritieto	Nokia käynnistää ostotarjoukset liikkeeseenlasketuille velkakirjoille ja suostumusten pyytämisen tietyiltä velkakirjojen haltijoilta	-0,70 %
23.05.2017 08:50	Sisäpiiritieto	Nokia ja Apple sopivat patenttilisenssistä sekä liiketoimintayhteistyöstä ja luopuvat kaikista yhtiöiden välisistä kanteista	6,52 %
17.03.2017 07:30	Sisäpiiritieto	Nokia tekee muutoksia organisaatioonsa ja johtokuntaansa vauhdittaakseen yhtiön strategian toteuttamista	0,59 %
22.02.2017 18:30	Sisäpiiritieto	Nokia käynnistää ostotarjouksen liikkeeseen lasketuista velkakirjoista korkeintaan miljardin Yhdysvaltain dollarin vastikkeella	-0,42 %

## Liite II.

Taulukko 2: Lehto Group Oyj sisäpiiritiedotteiden julkistuspäivämäärät ja kurssivaikutukset<sup>382</sup>

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
16.02.2024 10:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, sisäpiiritieto: Oulun käräjäoikeus on päättänyt Lehto Group Oyj:n yrityssaneerausmenettelyn aloittamisesta	Keskeytetty
15.02.2024 08:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, sisäpiiritieto: Lehto hakee yrityssaneerausta	Keskeytetty
08.02.2024 08:45:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, sisäpiiritieto: Lehdon tytäryhtiöt Lehto Asunnot Oy, Lehto Tilat Oy ja Lehto Korjausrakentaminen Oy on asetettu konkurssiin	Keskeytetty
06.02.2024 08:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, sisäpiiritieto: Lehdon tytäryhtiöt Lehto Asunnot Oy, Lehto Tilat Oy ja Lehto Korjausrakentaminen Oy hakeutuvat konkurssiin	Keskeytetty
18.12.2023 22:50:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Sisäpiiritieto: Lehdon operatiivisten tytäryhtiöiden myyntiä koskeva aiesopimus on päätetty	0,00 %
24.10.2023 15:32:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, Sisäpiiritieto, tulosvaroitus: Suunniteltu transaktio johtaa olennaiseen omaisuuserien arvonalentumiseen; vuoden 2023 näkymät perutaan; arviota kassavarojen riittävydestä päivitetään	-66,67 %
24.10.2023 15:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj, sisäpiiritieto: Lehto on allekirjoittanut aiesopimuksen koskien operatiivisten tytäryhtiöidensä myyntiä	-66,67 %
24.04.2023 13:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto myy oikeutensa ja omistuksensa Jyväskylän Hippos-hankkeesta	-7,69 %
11.04.2023 15:05:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: TÄYDENNYK: Lehto rakentaa Makitalle Suomen pääkonttorin ja mittavat varastotilat Tuusulaan	4,55 %
11.04.2023 12:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto rakentaa Makitalle Suomen pääkonttorin ja mittavat varastotilat Tuusulaan	4,55 %
30.01.2023 13:31:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto, Lehto Group Oyj: Lehto on käynnistänyt neuvotteluita rakenteellisista ja omistuksellisista järjestelyistä	-22,22 %
30.01.2023 13:30:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto, Lehto Group Oyj: Myyntihintojen alennukset ja kertaluonteiset erät heikensivät Lehdon tulosta ennakoitua enemmän. Toteutuneet myynnit vahvistavat kassavirtaa.	-22,22 %
15.12.2022 17:45:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Vuoden 2022 liikevaihto ja liiketulos laskevat aiemmin ennakoitua enemmän	0,00 %
08.11.2022 06:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon muutosneuvottelut on saatu päätökseen	0,00 %
04.10.2022 07:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto varautuu rakennusmarkkinoiden epävarmuuteen	0,00 %

<sup>382</sup> Taulukon tiedot on koottu yhtiötiedotteiden otsikoiden ja kellonaikojen osalta Nasdaqin verkkosivuilta <https://www.nasdaqomxnordic.com/uutiset/yhtiötiedotteet> ja kurssivaikutuksen sekä kurssihistorian osalta Kauppalehden verkkosivuilta saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/4535/kurssihistoria>.

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
01.07.2022 01:20:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon uusi rahoitussopimus astui voimaan	0,00 %
01.07.2022 01:15:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto Group julkistaa kesäkuussa 2027 erääntyvän vakuudettoman vaihtovelkakirjalainan lopulliset ehdot	0,00 %
29.06.2022 18:15:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto Group tarjoaa merkittäväksi vuonna 2027 erääntyvän enintään 15 miljoonan euron vakuudettoman vaihtovelkakirjalainan	-2,50 %
14.06.2022 14:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon putkiremontit-liiketoiminnan myynti on toteutunut	2,60 %
20.05.2022 07:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja pankit ovat sopineet rahoituksesta osana noin 50 miljoonan euron rahoituskokonaisuutta	0,00 %
2022-04-28 28.04.2022 06:35:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto laskee jatkuvia liiketoimintoja koskevaa taloudellista ohjausta	-4,76 %
28.04.2022 06:35:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto toteuttaa operatiivisia toimia kannattavuuden parantamiseksi ja valmistelee rahoituskokonaisuutta päivitetyn strategiansa toteuttamiseksi	-4,76 %
2022-04-28 06:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto myy putkiremontit-liiketoimintansa	-4,76 %
11.04.2022 14:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto suunnittelee arviolta 15 miljoonan euron oman pääoman ehtoisen rahoituksen elementtejä sisältävää rahoitusjärjestelyä	2,33 %
24.03.2022 07:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto käynnistää muutosneuvottelut toimintansa tehostamiseksi ja rakennuskustannusten noususta aiheutuvan kustannuspaineen vähentämiseksi	0,00 %
28.01.2022 07:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto kirjaa tappioita projekteista vuoden 2021 tilinpäätökseen, liiketappio noin -24 miljoonaa euroa	-10,00 %
18.10.2021 19:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto alentaa vuotta 2021 koskevaa taloudellista ohjausta	0,00 %
08.12.2021 06:25:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Muutoksia Lehto Group Oyj:n konsernin johtoryhmässä	-11,73
03.11.2021 17:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto valittu Vantaan kaupungin uuden toimitalon toteuttajaksi	0,52 %
16.12.2020 13:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon ylimerkityn merkintäoikeusannin lopullinen tulos	3,33 %
14.12.2020 14:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon ylimerkityn merkintäoikeusannin alustava tulos	2,56 %
18.11.2020 15:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon hallitus päätti noin 20 miljoonan euron merkintäoikeusannista ja julkistaa sen ehdot	5,22 %
13.08.2020 07:15:00	Sisäpiiritieto	Juuso Hietanen on nimetty Lehto Group Oyj:n toimitusjohtajaksi	-1,56 %
30.06.2020 22:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto on allekirjoittanut uuden luottolimiittisopimuksen ja suunnittelee merkintäoikeusantia	0,00 %
07.04.2020 15:10:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto peruu vuoden 2020 taloudellista näkymää koskevan ohjauksensa	-4,31 %

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
25.03.2020 09:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto päätti tervehdyttämishjelmansa yt-neuvottelut ja varautuu pandemiatilanteen aiheuttamiin muutoksiin	6,31 %
03.02.2020 08:40:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto täsmentää vuoden 2019 ohjeistuksensa ja antaa ohjauksen vuodelle 2020	-4,30 %
07.11.2019 07:05:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon yt-neuvottelut saatu päätökseen	40,16 %
01.11.2019 17:45:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto laskee arviotaan vuoden 2019 liikevaihdosta ja liiketuloksesta	-0,60 %
10.09.2019 07:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto käynnistää yt-neuvottelut kannattavuuden parantamiseksi	0,55 %
06.08.2019 07:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Ensimmäisen vuosipuoliskon tappiot heikentävät Lehdon koko vuoden taloudellista näkymää	-18,50 %
11.06.2019 13:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon Oulaisten ja Hartolan tehtaita koskeneet yt-neuvottelut saatu päätökseen	2,14 %
09.05.2019 09:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto aloittaa tuotannon sopeuttamistoimet kahdella tehtaallaan	-25,15 %
09.05.2019 06:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto alentaa vuotta 2019 koskevia taloudellisia näkymiä	-25,15 %
30.04.2019 13:45:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto myy 542 asunnon asuntoportfolion	0,29 %
29.03.2019 16:45:00	Sisäpiiritieto	Fennia on vetäytynyt Hippos2020-hankkeesta - Lehto sitoutunut jatkamaan hankkeen valmistelua	0,29 %
25.01.2019 12:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto on lakkauttanut Korjausrakentamisen palvelualueen ja rajaa korjaustoimintaansa	1,25 %
02.11.2018 07:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto uudelleenorganisoii korjausrakentamisen toiminnot	13,95 %
31.10.2018 16:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja Citycon ovat päättäneet lopettaa kauppakeskus Lippulaivan rakentamista koskevat KVR-urakkaneuvottelut	0,26 %
19.10.2018 16:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto alentaa vuotta 2018 koskevia taloudellisia näkymiä	-27,27 %
01.08.2018 14:03:07	Sisäpiiritieto	Lehto päivittää vuotta 2018 koskevaa liikevoitonäkymää	-12,02 %
14.06.2018 07:45:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja Sukari Invest Oy yhteistyöhön Ideapark-kauppakeskuksen rakentamiseksi Seinäjoelle	1,06 %
01.06.2018 16:05:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja Citycon jatkavat kauppakeskus Lippulaivan sopimusneuvotteluita	0,12 %
29.05.2018 06:00:00	Sisäpiiritieto	Jyväskylän kaupunginvaltuuston on päättänyt Hippos2020-hankkeen käynnistämisestä yhdessä Lehdon ja Fennian muodostaman konsortion kanssa	-3,38 %
21.05.2018 06:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto ja Avara solmivat puitesopimuksen isosta asuntoportfoliosta	1,78 %
11.04.2018 16:23:13	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja Citycon jatkoivat kauppakeskus Lippulaivan esisopimusta	0,54 %

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
01.03.2018 09:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Merkittävät osakkeenomistajat ovat myyneet Lehto Group Oyj:n osakkeita	-12,03 %
22.12.2017 09:19:39	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehdon vuoden 2017 liikevaihdon ennakoidaan kasvavan yli 55% edellisvuodesta	6,62 %
19.10.2017 12:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto ja Citycon sopivat kauppakeskus Lippulaivan kehittämisen suuntaviivoista	-1,04 %
14.08.2017 12:15:47	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto laajentaa toimintaansa Ruotsissa	2,26 %
01.06.2017 08:00:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Merkittävät osakkeenomistajat ovat myyneet Lehto Group Oyj:n osakkeita	1,54 %
03.05.2017 17:54:14	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Merkittävät osakkeenomistajat julkistavat aikomuksensa tarjota Lehdon osakkeita institutionaalisille sijoittajille	2,98 %
24.05.2017 17:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Lehto päivittää vuotta 2017 koskevia taloudellisia näkymiä	1,45 %
24.04.2017 07:30:00	Sisäpiiritieto	Lehto Group Oyj: Merkittävät osakkeenomistajat selvittävät vaihtoehtoja omistuksensa vähentämiseksi Lehto Group Oyj:ssä	-3,85 %

### Liite III.

Taulukko 3: Nokian Renkaat Oyj sisäpiiritiedotteiden julkistuspäivämäärät ja kurssivaikutukset<sup>383</sup>

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
27.03.2024 08:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat Oyj:n toimitusjohtaja Jukka Moisio siirtyy yhtiöstä eläkkeelle vuoden 2024 aikana	0,23 %
30.01.2024 15:45:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat on mukana Euroopan komission ennalta ilmoittamattomassa tarkastuksessa	-4,50 %
24.10.2023 18:33:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat Oyj alentaa vuoden 2023 ohjeistustaan ja julkistaa ennakkotietoja vuoden 2023 kolmannelta neljännekseltä	-1,73 %
25.04.2023 13:01:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat julkaisee uudet taloudelliset tavoitteensa, tavoitteena kahden miljardin euron liikevaihto	5,24 %
16.03.2023 17:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat on vastaanottanut kauppahinnan maksun Venäjän toimintojensa myynnistä	7,14 %
14.03.2023 13:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Venäjän hallituksen komissio on myöntänyt PJSC Tatneftille luvan ostaa Nokian Renkaat Oyj:n Venäjän toiminnot	6,33 %
11.01.2022 10:30:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat Oyj investoi uuteen tehtaaseen Romaniassa, alan ensimmäinen hiilidioksidipäästötön rengastehdas	-11,57 %
28.10.2022 15:25:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat Oyj myy Venäjän liiketoiminnot	1,14 %
28.10.2022 07:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nokian Renkaat Oyj nostaa liikevaihto-ohjeistustaan vuodelle 2022	1,14 %
28.06.2022 16:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat aloittaa hallitun vetäytymisen Venäjältä	-1,06 %
17.06.2022 09:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj nostaa liikevaihto-ohjeistustaan vuodelle 2022	10,28 %
27.04.2022 12:55:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Taloudellinen ohjeistus vuodelle 2022	4,46 %
11.04.2022 09:50:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Tietoja EU:n asettamista uusista pakotteista	-15,50 %
30.03.2022 14:40:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Hallitus muuttaa osinkoehdotustaan yhtiökokoukselle, uuden kapasiteetin valmistelut Euroopassa alkavat	-7,05 %
28.02.2022 11:00:00	Sisäpiiritieto	NOKIAN RENKAAT OYJ PERUUTTAA TALOUDELLISEN OHJEISTUKSENSA VUODELLE 2022	-20,08 %

<sup>383</sup> Taulukon tiedot on koottu yhtiötiedotteiden otsikoiden ja kellonaikojen osalta Nasdaqin verkkosivuilta saatavilla <https://www.nasdaqomxnordic.com/utiset/yhtiötiedotteet> ja kurssivaikutuksen sekä kurssihistorian osalta Kauppalehden verkkosivuilta saatavilla: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/HKSAV/kurssihistoria/>.

10.01.2020 15:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Muutoksia Nokian Renkaiden johtoryhmässä	4,39 %
24.06.2020 07:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Vertailukelpoisuuteen vaikuttavat erät huhti-kesäkuussa 2020	-2,33 %
26.5.2020 21:00:00	Sisäpiiritieto	Jukka Moisio nimitetty Nokian Renkaat Oyj:n toimitusjohtajaksi	5,61 %
27.03.2020 07:20:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Hallitus päättänyt muuttaa osinkoehdotustaan yhtiökokoukselle. Kokouspaikka vaihdettu.	-5,00 %
27.03.2020 07:20:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj peruuttaa taloudellisen ohjeistuksensa vuodelle 2020	-5,00 %
24.01.2020 07:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj vahvistaa vuoden 2019 ohjeistuksensa ja julkistaa alustavat näkymät vuodelle 2020	-7,59 %
22.10.2019 18:30:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj alentaa vuoden 2019 ohjeistustaan	-0,70 %
14.06.2019 12:55:09	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj alentaa vuoden 2019 ohjeistustaan	-1,08 %
31.10.2018 06:55:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj alentaa vuoden 2018 ohjeistustaan	-10,00 %
14.05.2018 09:20:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaat Oyj: Hallinto-oikeuden päätös vuosien 2007–2010 verokiistassa myönteinen	0,96 %
03.10.2017 13:00:00	Sisäpiiritieto	Nokian Renkaille määrätin Suomessa 59 miljoonan euron lisävero vuodelta 2011, yhtiö aikoo valittaa päätöksestä	0,11 %

## Liite IV.

Taulukko 4: Nurminen Logistics Oyj sisäpiiritiedotteiden julkistuspäivämäärät ja kurssivaikutukset<sup>384</sup>

Päivämäärä	Tiedotetyyppi	Otsikko	Kurssivaikutus
27.12.2023 09:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nurminen Logistics kirjaa North Rail Oy:n hankintaan liittyen 12,3 miljoonan euron positiivisen tulosvaikutuksen	8,41 %
24.05.2023 13:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto, positiivinen tulosvaroitusta: Nurminen Logistics Oyj nostaa vuoden 2023 liikevaihto- ja liikevoitonäkymiään ja julkaisee ennakkotiedon H1 2023 liikevoitosta	33,33 %
14.02.2023 13:05:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nurminen Logistics Oyj:n ennakkotieto vuoden 2022 taloudellisesta tuloksesta ja taloudellinen ohjeistus vuodelle 2023	12,64 %
16.01.2023 09:30:00	Sisäpiiritieto	Korjaustiedote: Nurminen Logistics ostaa suomalaisten sijoittajien kanssa Operail Finland Oy:n koko osakekannan	13,75 %
13.01.2023 13:15:00	Sisäpiiritieto	Korjaustiedote: Nurminen Logistics ostaa suomalaisten sijoittajien kanssa Operail Finland Oy:n koko osakekannan	29,03 %
13.01.2023 12:00:00	Sisäpiiritieto	Sisäpiiritieto: Nurminen Logistics ostaa suomalaisten sijoittajien kanssa Operail Finland Oy:n koko osakekannan	29,03 %
15.11.2022 17:00:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics Oyj laskee vuoden 2022 liikevaihtoennustetta	-8,75 %
12.11.2020 13:46:46	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics Oyj suunnittelee suunnatun osakeannin toteuttamista ostaakseen enemmistöosuuden Vuosaaren terminaalikiinteistön omistavasta kiinteistöosakeyhtiöstä	0,00 %
04.03.2020 21:25:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics tekee 5,3 miljoonan euron liikearvon alaskirjauksen, mikä vaikuttaa negatiivisesti omavaraisuusasteeseen	7,41 %
19.06.2019 08:45:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics kiinteistökauppa	-3,33 %
05.03.2019 13:00:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics Oyj käynnistää tehostustoimet	3,13 %
02.10.2018 12:45:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics Oyj harkitsee tytäryhtiönsä OOO Nurminen Logisticsin osakekannan myymistä ja pääomien vapauttamista tulevan kasvun rahoittamiseksi	5,00 %
26.06.2017 12:55:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics Oyj julkaisee merkintäoikeusannin suomenkielisen esitteen, pääomarakenne ja velkaantuneisuus sekä käyttöpääomalausunto	-16,36 %
26.06.2017 12:50:00	Sisäpiiritieto	Nurminen Logistics tähtää strategiansa mukaisesti liiketoiminnan kasvattamiseen ja julkistaa pääomajärjestelyn	-16,36 %

<sup>384</sup> Taulukon tiedot on koottu yhtiötiedotteiden otsikoiden ja kellonaikojen osalta Nasdaqin verkkosivuilta saatavilla <https://www.nasdaqomxnordic.com/utiset/yhtiötiedotteet> ja kurssivaikutuksen sekä kurssihistorian osalta Kauppalehden verkkosivuilta: <https://www.kauppalehti.fi/porssi/porssikurssit/osake/HKSAV/kurssihistoria>].