

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisesti

– Mikä muuttui?

Lapin yliopisto  
Maisteritutkielma  
Katri Piiparinen  
Velvoiteoikeus  
Kevät 2017

## Lapin yliopisto, oikeustieteiden tiedekunta

Työn nimi: Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisesti – Mikä muuttui?

Tekijä: Katri Piiparinen

Opetuskokonaisuus ja oppiaine:

Työn laji: Tutkielma

Sivumäärä: 70

Vuosi: 2017

Tiivistelmä:

Arvopaperimarkkinalaissa säänneltiin jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta eli pörssiyhtiön velvollisuutta julkistaa sisäpiiritietoa. Asiaa koskevat säännökset korvautuivat Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetuksella vuonna 2016. Tässä tutkielmassa on tarkoitus selvittää lainopillisella metodilla, miten oikeustila tämän johdosta Suomessa muuttui.

Arvopaperimarkkinalain mukaan liikkeeseenlaskijan tuli julkistaa vasta valmiit päätökset. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaan liikkeeseenlaskijan tulee sen sijaan julkistaa sitä suoraan koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian. Niinpä tiedonantovelvollisuus aikaistui vanhaan oikeustilaan verrattuna.

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen määritelmää sisäpiiritiedosta tulee tulkita yhteneväisesti sekä sisäpiiritiedon käyttökieltojen että sisäpiiritiedon julkistamisen osalta. Kriittistä huolimatta sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden on katsottava syntyvän samalla hetkellä kun sisäpiiritieto syntyy.

Sisäpiiritiedon julkistamista on kuitenkin mahdollista lykätä. Julkistamisen lykkäämisen edellytykset ovat tulkinnanvaraisia. Näiden lykkäämisedellytysten laajalla tulkinnalla voidaan turvata liikkeeseenlaskijan edut silloin, kun julkistamisvelvollisuus muutoin syntyisi liian aikaisin. Toisaalta julkistamisen lykkäämistä rajoittavat yleisön edut, joiden laajalla tulkinnalla turvataan toimivia markkinoita.

Avainsanat: arvopaperimarkkinat, sisäpiiritieto, tiedonantovelvollisuus, markkinoiden väärinkäyttöasetus

Muita tietoja:

Suostun tutkielman luovuttamiseen Rovaniemen hovioikeuden käyttöön

Suostun tutkielman luovuttamiseen kirjastossa käytettäväksi

Suostun tutkielman luovuttamiseen Lapin maakuntakirjastossa käytettäväksi

(vain Lappia koskevat)

## Sisällys

Lähdeluettelo .....	iv
<b>1 Johdanto .....</b>	<b>1</b>
1.1 Taustaa.....	1
1.2 Aiheen esittely .....	3
1.3 Rajaukset ja käsitteiden määrittely .....	3
1.4 Tutkimusmetodi ja oikeuslähteet.....	6
1.5 Tutkielman rakenne .....	7
<b>2 Jatkuva tiedonantovelvollisuus ennen ja nyt .....</b>	<b>9</b>
2.1 Lainsäädännön kehitys .....	9
2.1.1 Vanha arvopaperimarkkinalaki.....	9
2.1.2 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin implementointi .....	10
2.1.3 Uusi arvopaperimarkkinalaki .....	12
2.2 Markkinoiden väärinkäyttöasetus.....	14
2.2.1 Miksi siirryttiin asetukseen?.....	14
2.2.2 Mikä muuttui verrattuna markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin? .....	15
2.2.3 MAR:n määritelmä sisäpiiritiedosta ja siihen liittyvistä velvoitteista.....	15
2.3 Yhteenveto.....	17
<b>3 Sisäpiiritieto ja sen julkistamisvelvollisuus.....</b>	<b>19</b>
3.1 Sisäpiiritiedon määritelmä.....	19
3.1.1 Rahoitusvälineliitännäisyys .....	20
3.1.2 Täsmällisyys .....	22
3.1.3 Olennaisuus .....	24
3.1.4 Julkistamattomuus .....	25
3.2 Muutokset sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen .....	26
3.2.1 Ajankohta .....	27
3.2.2 Lykkääminen .....	27
3.2.3 Sisäpiiritiedon edellytykset ja julkistamisvelvollisuuden edellytykset .....	29

3.2.4	MAD:n ja määritelmädirektiivin epäjohdonmukaisuus .....	30
3.2.5	Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu <i>Geltl v Daimler</i> .....	32
3.2.6	MAR:n eri toteutusvaihtoehdot .....	34
3.3	Yhteenveto .....	35
<b>4</b>	<b>Tulkinta .....</b>	<b>36</b>
4.1	Oikeustaloustieteellinen tulkinta .....	37
4.1.1	Informaatioasymmetria .....	38
4.1.2	Tehokkuus ja oikeudenmukaisuus .....	39
4.1.3	Oikeustaloustieteen kritiikkiä .....	41
4.2	Oikeusperiaatteet .....	42
4.2.1	Arvopaperimarkkinaoikeuden periaatteet .....	44
4.2.2	Laillisuusperiaate .....	45
4.2.3	Eurooppaoikeuden periaatteet .....	46
4.3	Tiedonantovelvollisuuden tavoitteet .....	48
4.3.1	Tavoitteena informaatioasymmetrian poistaminen .....	49
4.3.2	Sisäpiiritiedon kaksoismerkitys ja kaksi tavoitetta .....	51
4.3.3	Kritiikkiä .....	53
4.3.4	Eri vaihtoehtojen punninta .....	55
4.4	Ratkaisuna sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen .....	58
4.4.1	Liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut .....	59
4.4.2	Yleisön johtaminen harhaan .....	62
4.4.3	Tiedon säilyminen luottamuksellisena .....	64
4.4.4	Julkistamisen lykkäämisperusteiden tulkinta .....	65
4.5	Yhteenveto .....	67
<b>5</b>	<b>Johtopäätökset .....</b>	<b>69</b>

## Lähdeluettelo

### Kirjallisuus ja artikkelit

*Aarnio, Aulis*: Oikeussäännösten tulkinnasta: tutkimus lainopillisen perustelun rationaalisuudesta ja hyväksyttävyydestä. Helsinki 1982.

*Akerlof, George A.*: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics* 1970, Vol. 84, No. 3, s. 488–500.

*Annola, Vesa*: Saatavuuskriteeri sisäpiirisääntelyssä ja KKO 2006:110. *Defensor Legis* N:o 5/2007.

*Burn, Lachlan*: Capital Markets Union and regulation of the EU's capital markets. *Capital Markets Law Journal* 2016, Vol. 11, No. 3, s. 352–386.

*Cherednychenko, Olha O. & Norbert Reich*: The Constitutionalization of European Private Law: Gateways, Constraints and Challenges. *European Review of Private Law* 5/2015, s. 797–827.

*Di Noia, Carmine & Matteo Gargantini*: The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions. *Rivista delle Società*, No. 4/2009.

*Gilotta, Sergio*: Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis. *European Business Organization Law Review* 2012, No. 13, s. 45–88.

*Healy, Paul M. & Krishna G. Palepu*: Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 2001, Vol. 31, No. 1–3, s. 405–440.

*Hellgardt, Alexander*: The notion of inside information in the Market Abuse Directive: *Geltl. Common Market Law Review* 2013, Vol. 50, s. 861–874.

*Hoppu, Esko & Kari Hoppu*: Kauppa- ja varallisuus oikeuden pääpiirteet. 13. painos. Helsinki 2011.

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

*Härkönen, Elif:* Aktiemarkandsbolagets informationsgivning - särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper. Tukholma 2013.

*Häyrynen, Janne:* Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 271. Helsinki 2006. (Häyrynen 2006 a)

*Häyrynen Janne:* Väärinkäytössäätelyn haasteet arvopaperimarkkinoilla. Katsauksia ja pienempiä kirjoituksia. Lakimies 4/2006 s. 628–633. (Häyrynen 2006 b)

*Häyrynen, Janne:* Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110. Defensor Legis N:o 6/2007.

*Häyrynen, Janne:* Pörssiväärinkäytökset. Helsinki 2009.

*Häyrynen, Janne & Ville Kajala:* Uusi arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2013.

*Kersting, Christian:* Insider Dealing and Ad Hoc Disclosure Requirements in the New EU Market Abuse Regulation. Banking & Financial Services Policy Report 2014, Vol. 33, No. 1/2014, s. 15–23.

*Klöhn, Lars:* Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'. Capital Markets Law Journal 2015, Vol. 10, No. 2.

*Knuts, Mårten:* Insiderrättens röjandeförbud. JFT 5/2009, s. 652–709.

*Knuts, Mårten:* Oikeustapauskommentari ratkaisusta Spector Photo Group NV ym. – EUT asia C-45/08 (Spector-tapaus). Lakimies 2010/5, oikeustapauskommentti, s. 874–882.

*Knuts, Mårten:* Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 2011.

*Knuts, Mårten:* KKO 2013:53 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos ja tiedon olennaisuus. Teoksessa: KKO:n ratkaisut kommentein I 2013, toim. Pekka Timonen. Vilna 2013.

*Knuts, Mårten & Jarmo Parkkonen:* Arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2014.

*Kotiranta, Kai:* Sisäpiirintiedon syntyminen. Kontekstuaalinen tulkinta. Suomalaisen lakimiesyhdistyksen julkaisuja A-sarja N:o 319. Helsinki 2014.

*Krause, Hartmut & Michael Brellochs:* Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case

with a view to the future European Market Abuse Regulation. *Capital Markets Law Journal* 2013, Vol. 8, No. 3, s. 283–299.

*Kurenmaa, Tero*: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisu A-sarja N:o 244. Helsinki 2003.

*Lau Hansen, Jesper & David Moalem*: The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution. *Capital Markets Law Journal* 2009, Vol. 4, No. 3, s. 323–340.

*Lau Hansen, Jesper*: The Hammer and the Saw. A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation. *Nordic & European Company Law, LSN Research Paper Series* 2012, No. 10-35. Saatavissa: <http://ssrn.com/abstract=2193871> (käyty 1.2.2016).

*Moloney, Niamh*: *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Kolmas painos. Oxford 2014.

*Mähönen, Jukka*: Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa: *Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet*, toim. Ari Saarnilehto, s. 109–143. Helsinki 2000.

*Mähönen, Jukka*: Taloustiede lain tulkinnassa. *Lakimies* 1/2004 s. 49–64.

*Norros, Olli*: *Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla*. Helsinki 2009.

*Ojanen, Tuomas*: *EU-oikeuden perusteita*. 3. uudistettu painos. Helsinki 2016.

*Oker-Blom, Max*: Oikeustaloustieteen eli taloudellisten argumenttien merkityksestä Raimo Sil-talan oikeuslähdeopissa. Teoksessa: *Oikeus ja kritiikki I*, toim. Esa Kolehmainen. Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisu, *Forum Iuris*. Helsinki 2009

*Panasar, Raj & Philip Boeckman*: *European Securities Law*. Toinen painos. Oxford 2014.

*Pöyhönen, Juha*: *Uusi varallisuus oikeus*. Helsinki 2000.

*Raitio, Juha*: *Euroopan unionin oikeus*. Helsinki 2016.

*Siems, Mathias M. & Matthijs Nelemans*: The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? *The Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2012, Vol 19, s. 195–205.

*Tolonen, Hannu:* Siviilioikeuden yleiset periaatteet. Teoksessa: Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet, toim. Ari Saarnilehto, s. 53–90. Helsinki 2000.

*Tolonen, Hannu:* Oikeuslähdeoppi. Helsinki 2003.

*Veil, Rüdiger & Philipp Koch:* Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse. Bucerius Law School Hochschule für Rechtswissenschaft Institute for Corporate and Capital Markets Law Working Paper Series No. 1, 2012. Saatavissa: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1998376](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1998376) (käyty 15.2.2016).

## **Virallislähteet**

### Kotimaiset

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

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

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

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

LaVL 1/2012 vp. Lakivaliokunnan lausunto 1/2012 vp. Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista) ja valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).

U 59/2011 vp. Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).



## Euroopan unioni

CESR 2007. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. CESR/06-562.

CESR 2009. Review Panel report MAD Options and Discretions. CESR/09-1120.

ESMA 13.7.2016. Final Report. Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information. ESMA/2016/1130.

ESMA 20.10.2016. Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet. Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen. ESMA/2016/1478 FI.

KOM(2009) 114 lopullinen. Tiedonanto kevään Eurooppa-neuvostolle: Elvytys Euroopassa. Osa 1.

KOM(2011) 651 lopullinen. Ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR) – Progress Report, Euroopan unionin neuvosto 21.6.2012, 11535/12.

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) – General approach, Euroopan unionin neuvosto 5.12.2012, 17380/12.

SEC(2011) 1217 final. Commission staff working paper. Executive summary of the impact assessment.

Securities and Markets Stakeholder Group: Response to ESMA's Consultation Paper on Draft Guidelines on the Market Abuse Regulation. 31 March 2016, ESMA/2016/SMSG/010.

## **Muu lähdeaineisto**

Deutsches Aktieninstitut: comment on the ECON's draft report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation

(market abuse). Deutsches Aktieninstitut 2012. Saatavissa: [https://www.dai.de/files/dai\\_user-content/dokumente/positionspapiere/2012-04-24%20DAI-Comment%20MAD%20ECON%20draft%20report%20draft%20fina.pdf](https://www.dai.de/files/dai_user-content/dokumente/positionspapiere/2012-04-24%20DAI-Comment%20MAD%20ECON%20draft%20report%20draft%20fina.pdf) (käyty 28.1.2017).

Dittmar & Indrenius 2017. Pörssitiedottaminen-kirja. Saatavilla: [http://www.dittmar.fi/sites/default/files/articlefiles/2017\\_02\\_16\\_DittmarIndreniusPorssitiedottaminen.pdf](http://www.dittmar.fi/sites/default/files/articlefiles/2017_02_16_DittmarIndreniusPorssitiedottaminen.pdf) (käyty 17.2.2017).

ESME Report. Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation. European Securities Markets Expert Group 2007. Saatavissa: [http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad\\_070706\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/esme/mad_070706_en.pdf) (käyty 28.1.2017).

Finanssivalvonta Markkinat-tiedote 5/2016. Saatavilla: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat\\_5\\_2016.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_5_2016.pdf)

Finanssivalvonta Valvottavatiedote 44/2016. Saatavilla: [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Valvottavatiedotteet/Pages/44\\_2016.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Valvottavatiedotteet/Pages/44_2016.aspx)

Law Society and City of London Law Society: Law Society and City of London Law Society Company Law Committees Joint Market Abuse Working Party Response, 31.3.2016. Saatavissa: <http://www.citysolicitors.org.uk/attachments/category/114/ESMA%20MAR%20guidelines%20%20consultationresponse.pdf> (käyty 16.2.2016).

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin sisäpiiriohje 3.7.2016. Saatavilla: [http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Guidelines-for-Insiders\\_FI\\_tcm5044-30476.pdf](http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Guidelines-for-Insiders_FI_tcm5044-30476.pdf)

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin säännöt 1.1.2017. Saatavilla: [http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Rules-of-the-Exchange\\_FI\\_tcm5044-25491.pdf](http://business.nasdaq.com/media/Nasdaq-Helsinki-Rules-of-the-Exchange_FI_tcm5044-25491.pdf)

## **Oikeuskäytäntö**

Korkein oikeus

KKO 2013: 53

KKO 2006:110

Euroopan unionin tuomioistuin

C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers, 11.3.2015.

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

C-45/08, Spector Photo Group NV, 23.12.2009.

## 1 Johdanto

Tämä on arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkielma liikkeenlaskijan jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta eli pörssiyhtiön velvollisuudesta julkistaa sitä koskeva sisäpiiritieto. Arvopaperimarkkinalain jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset korvautuivat Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetuksella vuonna 2016. Tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten oikeustila tämän johdosta muuttui Suomessa.

### 1.1 Taustaa

Markkinoiden väärinkäyttöasetusta ((EU) No 596/2014, MAR) alettiin soveltaa Euroopan unionin jäsenvaltioissa heinäkuusta 2016 lähtien. Samaan aikaan kansalliseen lainsäädäntöön implementoitiin direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (2014/57/EU, MAD II-direktiivi).

MAR:n edeltäjä eli markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (2003/6/EY, MAD) korvautui tällä uudella sääntelyllä. Myös MAD oli implementoitu kansalliseen lainsäädäntöömme. MAR sääntelee muun muassa liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, eli sitä, milloin pörssiyhtiön tulee julkistaa sitä koskeva sisäpiiritieto. Seuraavassa esittelen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden osana arvopaperimarkkinoiden tiedonantovelvollisuutta sääntelevää kokonaisuutta, jotta ymmärretään mihin MAR ensisijaisesti vaikutti ja samaten mistä tässä tutkielmassa on kyse.

Kaupankäynti arvopapereilla voidaan jakaa ensimarkkinoihin ja jälkimarkkinoihin. Ensimarkkinoilla tarkoitetaan sitä, kun arvopapereita ensimmäisen kerran tarjotaan yleisölle. Arvopaperit voivat olla omaa tai vierasta pääomaa, eli esimerkiksi osakkeita tai joukkovelkakirjoja. Jälkimarkkinoilla kaupankäynnin kohteena ovat arvopaperit, jotka on laskettu liikkeeseen ensimarkkinoilla. Ensimarkkinoiden toimivuus edellyttää toimivia jälkimarkkinoita, eli sitä että arvopapereille muodostuu jälleenmyyntiarvo.<sup>1</sup>

Suomessa arvopaperimarkkinoiden toimintaa säännellään arvopaperimarkkinalailla (746/2012, AML). Ensimarkkinoita koskevaa tiedonantovelvollisuutta säännellään erityisesti arvopaperimarkkinalain 3 – 5 luvuissa, jotka koskevat velvollisuutta julkaista esite sekä

---

<sup>1</sup> Huovinen 2004, s. 13 ja Hoppu & Hoppu 2011, s. 335.

sen sisältövaatimuksia.<sup>2</sup> Ensimmäisten tiedonantovelvollisuus eroaa jälkimmäisten tiedonantovelvollisuudesta, sillä se on lyhytaikaista. Ensimmäisten tiedonantovelvollisuus muistuttaa enemmän kauppatilannetta ja koskee arvopapereiden markkinointia.<sup>3</sup> Ensimmäisten ja jälkimmäisten tiedonantovelvollisuuden erona voidaan pitää myös sitä, että tuotot ensimmäisillä tehdyistä osakekaupoista tulevat liikkeeseenlaskijalle kun taas jälkimmäisillä tehdyt transaktiot tapahtuvat sijoittajien välillä.<sup>4</sup>

Jälkimmäisillä oleva tiedonantovelvollisuus voidaan edelleen jakaa kahteen pääasialliseen velvollisuuteen: jatkuva tiedonantovelvollisuus ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus.<sup>5</sup> Säännöllinen tiedonantovelvollisuus ei perustu sisäpiiritiedon määritelmään, vaan määrättyjä tietoja tulee julkistaa siitä huolimatta, täyttävätkö ne sisäpiiritiedon tunnusmerkkejä.<sup>6</sup> Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään arvopaperimarkkinalain 7 luvussa, jonka mukainen tiedonantovelvollisuus kohdistuu säännönmukaiseen taloudelliseen tiedottamiseen eli muun muassa puolivuosisikatsausten ja tilinpäätöksen julkistamiseen.<sup>7</sup>

Varsinaisen säännöllisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi arvopaperimarkkinalaissa on myös muita tiedonantovelvollisuuksia. Näitä ovat esimerkiksi arvopaperimarkkinalain 8 luvussa säännellyt velvollisuudet, kuten velvollisuus julkistaa omilla osakkeilla tehdyt kaupat (AML 8:3) tai velvollisuus ilmoittaa huomattavista omistumäärien muutoksista (AML 9 luku). Nämä ovat säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen verrattavia tiedonantovelvollisuuksia, koska tiedon julkistamisvelvollisuus ei riipu tiedon luonteen arvioinnista.

Sen sijaan jatkuva tiedonantovelvollisuus tarkoittaa sitä, että pörssiyhtiön on julkaistava sen arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat seikat, tarkemmin sanottuna sisäpiiritieto, viivymättä.<sup>8</sup> Julkistaminen tapahtuu pörssitiedotteella. Kysymys onkin käytännössä siitä, milloin pörssiyhtiön on julkistettava pörssitiedote jotakin tietoa koskien.

---

<sup>2</sup> Ensimmäisten tiedonantovelvollisuuksia säädellään myös Euroopan unionin tasolla esitedirektiivillä (2003/71/EY) ja esiteasetuksella ((EY) N:o 809/2004).

<sup>3</sup> Huovinen 2004, s. 14.

<sup>4</sup> Panasar & Boeckman 2014, s. 35–36.

<sup>5</sup> Parkkonen & Knuts 2014, s. 144.

<sup>6</sup> Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piirissä olevien asioiden ja sisäpiiritiedon välisestä yhteydestä ks. esim. Panasar & Boeckman 2014, s. 46.

<sup>7</sup> Sääntely perustuu osaltaan myös avoimuusdirektiiviin eli Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviin 2004/109/EY sekä muutosdirektiiviin 2013/50/EU.

<sup>8</sup> Sääntelyssä ei kuitenkaan estetä julkistamasta muutakin kuin sisäpiiritietoa. Esimerkiksi Huovinen (2004, s. 184–187) on tarkastellut niin sanottua tiedotuskäytävää, eli tiedonantovelvollisuuden minimitason ylittävää tiedottamista.

## 1.2 Aiheen esittely

Ennen MAR:n voimaantuloa liikkeeseenlaskijan jatkuva tiedonantovelvollisuus perustui voimassa olevaan arvopaperimarkkinalakiin. Arvopaperimarkkinalain asiaa koskevat säännökset olivat yhtenevät MAD:n kanssa. Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta koskeva säännös on MAR:ssa sama kuin se oli MAD:ssa. Niinpä voisikin äkkiseltään ajatella, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ei muuttunut Suomessa, vaikka arvopaperimarkkinalain säännös korvautui MAR:n säännöksillä. Tässä tutkielmassa kuitenkin esittelen, miten julkistamisvelvollisuus muuttui.

Ensinnäkin Suomessa oli käytetty MAD:n mahdollistamaa joustavuutta niin, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus määräytyi osin eri kriteerien perusteella kuin MAD:n sanamuoto antoi olettaa. Lisäksi MAD:a tulkittiin kansallisesta arvopaperimarkkinaoikeuden perinteestämme johtuen hieman eri tavoin. MAR on sen sijaan suoraan sovellettavaa oikeutta, jolloin MAD:n sanamuoto on nyt myös Suomessa voimassa. Tutkimuskysymyksenä siis on, miten MAR muutti oikeustilaa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden osalta Suomessa.

Unionin oikeutta sovellettaessa on jo MAD:n aikana huomattu, että sääntelyn sanamuotoja voidaan tulkita hyvin eri tavoin. Siksi edes MAR:n suora sovellettavuus ei takaa, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus nähtäisiin täysin saman sisältöisenä unionin kaikissa jäsenvaltioissa. Tarkastelenkin tässä tutkielmassa erilaisia tulkintavaihtoehtoja MAR:n sääntelemälle sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudelle.

Lisäksi sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudesta puhuttaessa on otettava huomioon liikkeeseenlaskijan mahdollisuus lykätä tiedon julkistamista. Esimerkiksi Suomessa Finanssi- ja valuuttavaltionvalvonta on todennut, että MAR:n soveltamiseen siirtymisestä huolimatta julkistamishetki ei välttämättä muutu aikaisemmasta, sillä julkistamista voidaan lykätä. Niinpä tässä tutkielmassa käsittelem myös sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen edellytyksiä sekä niiden tulkintaa.

## 1.3 Rajaukset ja käsitteiden määrittely

Tässä tutkielmassa käytän termejä ”jatkuva tiedonantovelvollisuus” ja ”sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus” toistensa synonyymeina. Tämä johtuu siitä, että arvopaperimarkkinalaissa puhuttiin jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta, kun taas MAR:n käyttämä termi on

sisäpiiritiedon julkistaminen. Termien käytössä olen pyrkinyt johdonmukaisuuteen niin, että vanhasta kansallisesta lainsäädännöstä puhuttaessa käytän kansallista termiä, mutta muutoin olen valinnut termiksi sisäpiiritiedon julkistamisen.

Toinen huomiota vaativa seikka on sisäpiiritiedon käsite. Myös tämän osalta arvopaperimarkkinalaki ja MAR eroavat toisistaan. Arvopaperimarkkinalaissa puhutaan yhä sisäpiiritiedosta. Tämä käsite on omaksuttu laajasti myös suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa. Olen kuitenkin valinnut tähän tutkielmaan käsitteen sisäpiiritieto, jolla tarkoitetaan samaa kuin sisäpiiritiedolla. Syy tähän on se, että tutkielma käsittelee MAR:n sääntelyä ja sanamuotoja, jolloin on perusteltua pitäytyä myös MAR:n suomenkielisen version mukaisessa käsitteessä sisäpiiritieto.

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta tarkastellaan suomalaisen pörssiyhtiön näkökulmasta. Suomalaisella pörssiyhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiötä, jonka osakkeet on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla Suomessa. Tässä tutkielmassa pörssiyhtiöstä käytetään nimitystä liikkeeseenlaskija. Tiedonantovelvollisuutta tarkastellaan vain arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulmasta, jolloin yhtiöoikeudellinen tiedonantovelvollisuus osakkeenomistajille jää tarkastelun ulkopuolelle.<sup>9</sup>

Tässä tutkielmassa ei käsitellä tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnin seurauksia, vaikka MAR:n myötä myös seuraamukset muuttuivat ankarammiksi. Tiedonantovelvollisuuden laiminlyönti saattaa johtaa rikosoikeudellisiin sanktioihin taikka hallinnollisiin sanktioihin, joita ovat julkinen varoitus ja seuraamusmaksu.<sup>10</sup> Myöskään laiminlyönnin perusteella syntyvää vahingonkorvausvelvollisuutta ei käsitellä tässä tutkielmassa.<sup>11</sup>

Tässä tutkielmassa olen nähnyt välttämättömänä esitellä sisäpiiritiedon syntymisen edellytykset. Tutkielman kohde ei kuitenkaan ole se, milloin sisäpiiritieto syntyy. Tutkimuskysymyksenä on nimittäin se, voiko sisäpiiritieto väärinkäyttökieltojen osalta syntyä aikaisem-

---

<sup>9</sup> Arvopaperimarkkinaoikeuden ja yhtiöoikeuden tiedonantovelvollisuuksien suhteesta on kirjoittanut esim. Härkönen 2013.

<sup>10</sup> Laki finanssivalvonnasta (878/2008).

<sup>11</sup> Vahingonkorvausvelvollisuudesta ks. esim. *Norros* 2009.

min kuin siitä syntyy julkistamisvelvollisuus. Tutkielman rajallisen laajuuden takia olen rajannut ulkopuolelle myös kysymyksen siitä, miten julkistaminen kuuluu toteuttaa. Tästä on kuitenkin MAR:n myötä annettu tarkentavaa sääntelyä.<sup>12</sup>

MAR:ssa on itse asiassa neljä eri sisäpiiritiedon määritelmää. Tässä tutkielmassa tarkastellaan kuitenkin vain tilannetta, jossa sisäpiiritieto liittyy rahoitusvälineisiin, joihin ei sovelleta erityistä määritelmää hyödykejohtannaisia tai päästöoikeuksia koskevasta sisäpiiritiedosta. Myöskään päästöoikeuksien markkinoilla toimivia koskevaa sisäpiiritiedon julkistamiseen liittyvää säännöstä ei käsitellä. MAR:n mahdollistamista poikkeustapauksista on vielä huomautettava, että tutkielmassa ei tarkastella tilannetta, jossa liikkeeseenlaskija on rahoituslaitos tai luottolaitos. Näitä laitoksia koskevat erilliset sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisperusteet, joilla voidaan nähdä olevan hieman erilainen tarkoitus kuin muille liikkeeseenlaskijoille annetulla mahdollisuudella lykätä tiedon julkistamista.

Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa tiedonantovelvollisuutta on käsitelty etenkin rikosoikeudellisesta näkökulmasta arvopaperimarkkinarikosten yhtenä osa-alueena.<sup>13</sup> Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin vain yksityisoikeudellisiin säännöksiin, vaikkakin rikosoikeuden tulkintaperiaatteilla on myös vaikutusta. Oikeuskirjallisuudessa tiedonantovelvollisuutta on usein käsitelty sisäpiirisääntelyn yhtenä osa-alueena.<sup>14</sup> Tässä tutkimuksessa huomioidaan sisäpiiritiedon käyttökieltoa koskevat säännökset, mutta keskitytään vain tiedonantovelvollisuuteen. Lisäksi tässä tutkimuksessa tarkastellaan vain tiedonantovelvollisuuden täyttämisen ajankohtaa. Tiedonantovelvollisuuden täyttämistä laajemmin on tutkinut muun muassa *Huovinen*, joka ottaa mukaan tiedon laadulliset mittarit, tiedottamisen selkeyden ja jatkuvuuden, sekä tiedonkeruuprosessit.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Komission täytäntöönpanoasetus sisäpiiritiedon asianmukaisen julkistamisen ja sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen teknisiä keinoja koskevista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 mukaisista teknisistä täytäntöönpanostandardeista ((EU) 2016/1055).

<sup>13</sup> Ks. esim. *Häyrynen* 2006 a ja 2009 sekä *Kotiranta* 2014.

<sup>14</sup> Ks. esim. *Knuts* 2011.

<sup>15</sup> Ks. *Huovinen* 2004.



#### 1.4 Tutkimusmetodi ja oikeuslähteet

Tämä tutkielma on lainopillinen tutkimus kotimaisen oikeutemme sisällöstä. Lainopin avulla on tarkoitus esittää kannanotto voimassa olevan oikeuden sisällöstä sekä systematisoida oikeussääntöjä.<sup>16</sup> Oikeuslähteinä käytetään lainsäädäntöä, oikeuskäytäntöä ja oikeuskirjallisuutta. Huomioon otetaan myös oikeustaloustieteelliset perustelut reaalisina argumentteina. Koska kyse on Euroopan unionin lainsäädännöstä, on EU-oikeuden periaatteilla ja tavoitteilla sekä oikeuskäytännöllä merkittävä asema tulkinnassa.

Kotimaisella oikeuskirjallisuudella ja arvopaperimarkkinalakien esitöillä on merkitystä etenkin tutkielman toisessa ja kolmannessa kappaleessa, joissa esitellään vanhaa oikeustilaa ja verrataan sitä uuteen. Sen sijaan MAR:n julkistamisvelvollisuutta koskevia kirjoituksia ei kotimaisessa oikeuskirjallisuudessamme vielä juurikaan ole. Sisäpiiritiedon ja sen julkistamisvelvollisuuden määritelmää on kuitenkin pohdittu muissa unionin jäsenmaissa jo MAD:n voimassa ollessa, joten tutkielman tulkintaosiossa on hyödynnetty paljon eurooppalaista materiaalia.

Euroopan unionin oikeuskäytännöstä haluan selventää, että kyse on MAD:n voimassaolon aikana tehdyistä ratkaisuksista. Niinpä tuomioistuimelle esitetyt kysymykset ovat muotoutuneet sen mukaisesti, miten MAD on kussakin jäsenvaltiossa implementoitu. MAR:ssa on kuitenkin käytetty hyvin pitkälti samoja sanamuotoja ja säännösrakenteita kuin MAD:ssa ja siksi useimmat unionin aikaisemmat ratkaisut ovat relevantteja myös MAR:n aikakaudella. Lisäksi unionin oikeuskäytännön merkitys näkyy siinä, että monet unionin tuomioistuimen MAD:n voimassaolon aikana luomat tulkintasäännöt on kirjoitettu MAR:n asetustekstiin.

MAR:n tulkintaan vaikuttaa paljon unionin kolmannen tason sääntely. Tämä kolmannen tason sääntely käsittää Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen eli ESMA:n julkistamat ohjeet (guidelines) sekä kysymys ja vastaus -ohjeistukset (Q&A). ESMA:n tulkinnat ja kannanotot ovat ensisijaisia kansallisiin valvoviin viranomaisiin nähtynä. Vaikka Suomen arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen eli Finanssivalvonta on antanut joidenkin MAR:n säännösten tulkinnan helpottamiseksi omia tulkintoja ja kannanottoja, on suuri osa Finanssivalvonnan ohjeistusta kumottu MAR:n myötä.

---

<sup>16</sup> *Aarnio* 1982, s. 22.

Tutkielmassa on hyödynnetty ESMA:n antamaa ohjeistusta MAR:n sisäpiiritiedon julkistamiseen liittyvien säännösten tulkinnasta. Vaikka ohjeistus ei ole sitovuudeltaan lainsäädännön tasolla, osoittaa se käytännössä, miten kyseistä säännöstä voidaan tulkita.<sup>17</sup> Sen sijaan Finanssivalvonnan antamaa ohjeistusta ei tutkielmassa käsitellä. Tämä johtuu siitä, että Finanssivalvonta on kumonnut muun muassa liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat määräykset ja ohjeensa ja suosittaa nykyään noudattamaan ESMA:n ohjeistusta.<sup>18</sup>

MAR:n nojalla on annettu paljon toisen tason sääntelyä komission delegoituina asetuksina ja täytäntöönpanoasetuksina. Nämä sisältävät tarkkoja säännöksiä MAR:n velvoitteiden täyttämisen teknisistä menettelytavoista ja ilmoitusten sekä muiden laadittavien asiakirjojen muodoista. Tätä toisen tason teknisluonteista sääntelyä ei kuitenkaan tässä tutkielmassa käsitellä, sillä tutkimuskysymys liittyy itse MAR:n säännösten tulkintaan.

Tähän tutkielmaan en ole nähnyt tarkoituksenmukaisena ottaa mukaan lähdeaineistoksi myöskään arvopaperimarkkinoiden itsesääntelynormeja. Tähän on kaksi syytä. Ensimmäinen Helsingin pörssin säännöt ja sisäpiiriohje on tarkoitettu lainsäädäntöä täydentäviksi. Helsingin pörssin sisäpiiriohjeessa annetaan pääosin sisäpiiritiedon hallinnointiin liittyvää ohjeistusta, mutta sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden osalta toistetaan pääosin lainsäädäntönormeja.<sup>19</sup> Itsesääntelynormeilla ei myöskään voida vähentää liikkeeseenlaskijalle laista johtuvia velvoitteita. Niinpä tutkimuskysymystä tarkastellaan lainsäädännöllisessä viitekehyksessä, jolloin varsinaiset tulkintaratkaisut tehdään lainsäädännön perusteella.

## 1.5 Tutkielman rakenne

Tämä tutkielma jakautuu neljään päälukuun, joiden lisäksi tutkielman luvussa 1 on johdanto ja luvussa 5 ovat johtopäätökset. Pääluvut jakautuvat useampaan alalukuun. Jokaisen pääluvun lopussa on lyhyt yhteenveto.

---

<sup>17</sup> ESMA:n ohjeiden roolista ks. esim. *Moloney* 2014, s. 929–931.

<sup>18</sup> Finanssivalvonnan valvottavatiedote 44/2016

<sup>19</sup> Nasdaq Helsinki Oy 2017, s. 38–40 ja Nasdaq Helsinki Oy 2016, s. 11–13.

Jotta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden muutosta voidaan ymmärtää, on tunnettava oikeustilan taustat. Luvussa 2 esittelenkin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden säännöksen ja käsitelen sen muuttumista kansallisessa arvopaperimarkkinalainsäädännössä. Lisäksi esittelen MAR:n mukanaan tuoman sääntelyn. Luvussa 3 perehdyn tarkemmin sisäpiiritiedon määritelmään ja sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen. Luvun tarkoituksena on esitellä rinnakkain sekä kansallista käsitystämme sisäpiiritiedosta että eurooppalaisesta sääntelystä johtuvia piirteitä. Sama koskee sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta, jonka elementtejä ja edellytyksiä käsitellään sekä kansallisen että eurooppalaisen näkökulman kautta.

Aiheeseen perehtymisen jälkeen siirryn tulkintaosioon luvussa 4. Tulkintakappale voidaan jakaa kolmeen osaan. Ensin tarkastelen erilaisia arvopaperimarkkinasääntelyyn sovellettavia tulkintavaihtoehtoja, joita sovelletaan kyseisessä luvussa. Sen jälkeen perehdyn sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden tulkintaan. Viimeiseksi otan tulkintaratkaisuihin mukaan sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen ja perustelen lykkäämisedellytysten tulkintaa. Lopuksi seuraavat johtopäätökset.

## 2 Jatkuva tiedonantovelvollisuus ennen ja nyt

Tässä kappaleessa esittelen jatkuvan tiedonantovelvollisuuden säännöksen kehitystä arvopaperimarkkinalain säätämisestä tähän päivään. Tiedonantovelvollisuussäännökseen kohdistui muospaineita etenkin MAD:n myötä, mutta ratkaiseva muutos tuli voimaan vasta viime vuonna, kun arvopaperimarkkinalain jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös korvautui MAR:n sisäpiiritiedon julkistamista koskevalla säännöksellä. MAR:n aiheuttamaa oikeustilan muutosta ei voi ymmärtää, jos aikaisempi oikeustila ei ole selvillä. Tämä kappale on jaettu kahteen osaan, joista ensimmäinen käsittelee aikaisemman oikeustilan kehitystä. Toinen osa käsittelee nykytilaa, eli MAR:n mukanaan tuomia muutoksia.

### 2.1 Lainsäädännön kehitys

Arvopaperimarkkinasääntelyn tarkoituksena on pitää yllä sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimivuuteen. Tämä mahdollistaa yrityksille pääoman hankkimisen markkinoilta kilpailukykyisesti. Suomessa yritysten oman ehtoisen pääoman hankinta alkoi lisääntyä 1980-luvulla samalla kun luonnollisten henkilöiden ostovoima kasvoi. Kehitys johti arvopaperikaupankäynnin merkittävään kasvuun.<sup>20</sup> Sen seurauksena arvopaperimarkkinoille luotiin oma sääntely vuonna 1989, kun vanha arvopaperimarkkinalaki (VAML 495/1989) säädettiin. Lain keskeistä sisältöä olivat nimenomaan markkinoiden puolueettomuutta ja markkinaosapuolten tiedonantovelvollisuutta koskevat normit.<sup>21</sup>

#### 2.1.1 Vanha arvopaperimarkkinalaki

Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus on ollut arvopaperimarkkinalaissa mukana alusta alkaen. Jo tätä ennen pörssiyrityksille oli asetettu tiedonantovelvollisuus itsesääntelynojjalla eli Helsingin Arvopaperipörssin säännöillä.<sup>22</sup> Vanhan arvopaperimarkkinalain (495/1989, VAML) jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös kuului näin:

---

<sup>20</sup> HE 157/1988, s. 16.

<sup>21</sup> *Knuts & Parkkonen* 2014, s. 2.

<sup>22</sup> HE 157/1988, s. 24.

”Pörssiyhtiön ja sopimusmarkkinayhtiön on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä yhtiötä ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon.”<sup>23</sup>

Julkistamisvelvollisuus koski ensinnäkin liikkeeseenlaskijan omia päätöksiä. Hallituksen esityksessä annettiin esimerkkejä päätöksistä, jotka tuli julkistaa. Näitä olivat esimerkiksi yhtiökokouksen ja hallituksen päätökset, jotka koskivat liikkeeseenlaskijan tilinpäätöstä, osingonjakoa tai osakeanteja, samoin kuin liikkeeseenlaskijan organisaation ja toiminnan merkittävät järjestelyt, kuten nimitykset, yrityskaupat tai muut merkittävät liiketoimet. Päätös oli kuitenkin julkistettava vasta kun se oli tehty. Hallituksen esityksessä nimenomaisesti todettiin, että VAML:n säännös ei edellyttänyt valmisteltavina olevien päätösten julkistamista.<sup>24</sup>

Päätösten lisäksi liikkeeseenlaskijan tuli myös julkistaa sellaiset muutokset sen toimintaympäristössä, joilla oli olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon, eli esimerkiksi liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan.<sup>25</sup> Hallituksen esityksessä VAML:ksi mainittuja esimerkkejä tällaisista julkistamisvelvollisuuden alaisista muista yhtiön toimintaa koskevista seikoista olivat viranomaisten tai tuomioistuinten liikkeeseenlaskijaa koskevat päätökset, liikkeeseenlaskijan konserniyhtiöiden tai liikekumppanien taloudelliset vaikeudet sekä liikkeeseenlaskijan tietoon tulleet osakassopimukset, joissa oli päätetty päätösvallan käytöstä yhtiössä. Tällaiset muut liikkeeseenlaskijaa koskevat seikat eivät edellyttäneet nimenomaisesti valmistamista päätöstä, sillä kyse oli usein muista kuin (liikkeeseenlaskijan tekemistä) päätöksistä. Yhteisenä edellytyksenä sekä päätöksille että muille seikoille oli, että nämä olivat omiaan vaikuttamaan osakkeen arvoon.<sup>26</sup>

## 2.1.2 Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin implementointi

VAML 2 luvun 7 §:n säännös pysyi sanamuodoltaan lähes samana, vaikka Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista

---

<sup>23</sup> VAML 2:7.1.

<sup>24</sup> HE 157/1988, s. 29.

<sup>25</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 152. [LÄHDE HE?]

<sup>26</sup> HE 157/1988, s. 29.

(2003/6/EY, MAD) annettiin vuonna 2003. MAD implementoitiin Suomessa VAML:in vuonna 2005. MAD:n 6 artiklan 1 kohdan mukaan:

”Jäsenvaltioiden on varmistettava, että rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijat julkistavat kyseisiä liikkeeseenlaskijoita välittömästi koskevan sisäpiiritiedon mahdollisimman nopeasti.”

Sisäpiiritieto oli määritelty MAD:n 1 artiklan 1 kohdan 1 alakohdassa näin:

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

Direktiivissä sisäpiiritieto ja julkistamisvelvollisuus siis kytkeytyivät yhteen, mutta julkistamisvelvollisuus koski vain liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskevaa tietoa. Niinpä julkistamisvelvollisuus oli suppeampi kuin itse sisäpiiritiedon määritelmä, sillä julkistamisvelvollisuus käsitti vain liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvän sisäpiiritiedon.<sup>27</sup>

MAD muutti unionin oikeustilaa, sillä ennen MAD:n säätämistä direktiivien mukainen tiedonantovelvollisuus perustui kahden pisteen mallille: sisäpiiritieto määriteltiin erikseen ja julkistamisvelvollisuus erikseen.<sup>28</sup> Niinpä tieto saattoi olla sisäpiiritietoa ja näin ollen käyttökieltojen piirissä, mutta vasta sen myöhempi kehittyminen merkityksellisemmäksi tiedoksi synnytti julkistamisvelvoitteen.<sup>29</sup>

Vaikka MAD yhdisti sisäpiiritiedon ja sen julkistamisvelvollisuuden toisiinsa, omaksuttiin kansallisessa implementoinnissa rakenne, joka säilytti VAML:n tiedonantovelvollisuutta koskevan säännöksen rakenteeltaan samana: Termiä sisäpiiritieto käytettiin vain väärinkäytösääntelyn yhteydessä ja julkistamisvelvollisuuden osalta puhuttiin päätöksistä ja seikoista. MAD:a implementoitaessa lainsäätäjät totesi, että myös MAD teki erottelun sisäpiiritiedon

<sup>27</sup> Parkkonen & Knuts 2014, s. 147–148.

<sup>28</sup> Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2001/34/EY, annettu 28 päivänä toukokuuta 2001, arvopapereiden ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta ja Neuvoston direktiivi 89/592/ETY, annettu 13 päivänä marraskuuta 1989, sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta.

<sup>29</sup> Ks. myös DiNoia & Gargantini 2009, s. 7.

väärinkäytön ja sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden välille. MAD:n mukainen sisäpiiritiedon määritelmä (ja sen myötä käyttökielto) ulottui kaikkeen suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen liittyvään tietoon. MAD:n mukainen sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus sen sijaan koski vain välittömästi liikkeeseenlaskijaa koskevia tietoja. Tämän erottelun katsottiin vastaavan kansallisen sääntelymme erottelua toisaalta sisäpiiritiedon määritelmään väärinkäyttösäännösten osalta ja toisaalta arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttaviin päätöksiin ja seikkoihin.<sup>30</sup>

Myös kansallisessa sääntelyssä sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus tarkoitti nimenomaan velvollisuutta julkistaa sisäpiiritieto, vaikka VAML:n asiaa koskevassa säännöksessä ei sitä nimenomaisesti todettukaan. Sisäpiiritiedon kriteerit nimittäin otettiin lain esitöihin myös julkistamisvelvollisuutta koskevan säännöksen perusteluihin.<sup>31</sup> Julkistamisvelvollisuus oli kuitenkin VAML:ssa ajallisesti suppeampi kuin MAD:ssa, sillä se koski lähtökohtaisesti vain liikkeeseenlaskijan valmiita päätöksiä tai muita seikkoja. Niinpä tieto saattoi olla liikkeeseenlaskijaa välittömästi koskevaa sisäpiiritietoa, mutta sitä ei tarvinnut vielä julkistaa. Tätä perusteltiin tiedon luotettavuuden tavoittelemisella. Myöskään MAD:n ei nähty tavoittelevan liian epävarman tiedon julkistamista. Siksi vasta tehtyjen päätösten julkistamisvelvollisuuden katsottiin olevan linjassa MAD:n tavoitteiden kanssa ja ”vastaavan asiallisesti toisiaan”.<sup>32</sup> Tämän johdosta myös MAD:n mahdollistamien lykkäysperusteiden käyttö jäi Suomessa vähäiseksi.<sup>33</sup>

### 2.1.3 Uusi arvopaperimarkkinalaki

Uusi arvopaperimarkkinalaki (746/2012, AML) säädettiin vuonna 2012. Tavoitteena oli etenkin selkeyttää lain rakennetta, sillä lukuisten muutosten takia VAML:sta oli muotoutunut pitkä ja vaikeaselkoinen. Muutokset johtuivat markkinoiden kehittymisestä ja kansainvälistymisestä sekä etenkin EU-sääntelystä.<sup>34</sup> Arvopaperimarkkinoiden roolin uskottiin

---

<sup>30</sup> HE 137/2004, s. 51.

<sup>31</sup> HE 137/2004, s. 51. Ks. myös Häyrynen 2009, s. 72.

<sup>32</sup> HE 137/2004, s. 30, s. 52.

<sup>33</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 148.

<sup>34</sup> HE 32/2012, s. 9.

myös kasvavan kansainvälisen finanssikriisin johdosta, sillä kiristyvän pankkisääntelyn ennakotiin nostavan luottolaitoksilta hankittavan rahoituksen hintaa.<sup>35</sup> Uudistuksessa VAML:n säännöksiä siirrettiin osin omiin lakeihinsa ja uuteen arvopaperimarkkinalakiin jäi pääosin pörssiyhtiöitä ja niiden listautumista koskevat säännökset. Lain selkeytyksen lisäksi uudistuksella pyrittiin muun muassa alentamaan yhtiöiden listautumiskynnystä. Samalla VAML:n tavoitteet toimivista markkinoista ja sijoittajien luottamuksesta kuitenkin säilyivät.<sup>36</sup>

Uutta arvopaperimarkkinalakia säädettäessä todettiin, että tiedonantovelvollisuus on tärkeässä roolissa sijoittajien luottamuksen turvaamisessa. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tarkoitus oli turvata markkinoilla toimivien sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin.<sup>37</sup> Liikkeeseenlaskijoita ei kuitenkaan haluttu rasittaa liian laajalla tiedonantovelvollisuudella.<sup>38</sup> Siksi VAML:n jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevaan säännökseen ei tehty muutoksia vaan ne otettiin arvopaperimarkkinalakiin sellaisenaan:

”Kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan mainitun arvopaperin arvoon.”<sup>39</sup>

Julkistamisvelvollisuus koski siis yhä sisäpiiritietoa, mutta MAD:n sanamuotoa suppeampana, kuten hallituksen esityksessä uudeksi arvopaperimarkkinalaiksi nimenomaisesti todettiin. Tarkempien perustelujen osalta viitattiin kuitenkin vain aikaisempaan laintilaan ja säännökseen, jota perusteltiin MAD:n implementoinnin yhteydessä.<sup>40</sup>

Voidaankin sanoa, että Suomessa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältö on pysynyt samana koko sen ajan, kun arvopaperimarkkinalait ovat olleet voimassa, aina viime kesään

---

<sup>35</sup> HE 32/2012, s. 26.

<sup>36</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 3 ja HE 32/2012, s. 1.

<sup>37</sup> HE 32/2012, s. 117.

<sup>38</sup> HE 32/2012, s. 75.

<sup>39</sup> AML 6:4.1.

<sup>40</sup> HE 32/2012, s. 117.



saakka. Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevat arvopaperimarkkinalain 6 luvun säännökset nimittäin kumottiin, kun MAR tuli voimaan vuonna 2016.<sup>41</sup>

## 2.2 Markkinoiden väärinkäyttöasetus

MAR annettiin vuonna 2014 ja sitä alettiin soveltaa 3.7.2016 lähtien kaikissa unionin jäsenvaltioissa. MAR korvasi aikaisemman MAD:n. MAR:n johdosta arvopaperimarkkinalain säännökset jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta ja markkinoiden väärinkäytöstä pääosin kumottiin.

### 2.2.1 Miksi siirryttiin asetukseen?

Vuonna 2009 Euroopan komissio käynnisti rahoitusmarkkinoiden uudistamistyön vastauksena finanssikriisiin. Uudistamistyön yhtenä osa-alueena oli MAD:n tarkistaminen. Komissio asetti työryhmän antamaan suosituksia uudistukseksi. Komission tiedonannon mukaan pyrkimyksenä oli suurimpien kansallisten lainsäädäntöjen erojen poistaminen. Erot johtuivat nimenomaan kansallisella tasolla tehdyistä poikkeuksista direktiivien implementoinnissa sekä direktiivien epäselvyydestä.<sup>42</sup>

Niinpä direktiivi, MAD, päätettiin korvata asetuksella. Asetukseen päädyttiin, jotta arvopaperimarkkinoiden ydinsisällön sääntely olisi harmonisoitua ja täten edesauttaisi yhteismarkkinoiden toimintaa. Pyrkimyksenä oli myös oikeusvarmuuden lisääntyminen.<sup>43</sup> MAD:n jättämiä poikkeusmahdollisuuksia olikin käytetty unionin eri jäsenvaltioissa runsaasti niin, että markkinoiden sääntely oli MAD:n pohjautuenkin hyvin erilaista. Jäsenvaltioiden kesken eroja oli esimerkiksi siinä, mitä markkinapaikkoja sääntely koski. Osassa jäsenvaltioista MAD:n säännökset oli implementoitu koskemaan kaikilta osin myös monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä, joissakin osin ja joissakin ei lainkaan. Myös sisäpiiritiedon lykkäämismahdollisuuden käyttötavat erosivat jäsenvaltioissa. Lisäksi muun muassa valvovien viranomaisten keinot ja toimivaltuudet olivat huomion kohteena, kun jäsenvaltioiden implementoinnin eroja käsiteltiin.<sup>44</sup>

---

<sup>41</sup> Laki arvopaperimarkkinalain muuttamisesta (519/2016).

<sup>42</sup> KOM(2009) 114 lopullinen, s. 5.

<sup>43</sup> SEC(2011) 1217 final, s. 70.

<sup>44</sup> CESR 2009.

### 2.2.2 Mikä muuttui verrattuna markkinoiden väärinkäyttödirektiiviin?

MAR:in siirtyminen tarkoitti ensinnäkin sitä, että suuri osa MAD:n sisäpiirisääntelystä muutettiin sellaisenaan asetuksen muotoon. Niinpä MAD:n sanamuodot säilytettiin pääosin sisäpiiritiedon väärinkäyttösääntelyn ja julkistamisvelvollisuuden osalta. MAR:n myötä sisäpiirisääntely kuitenkin muuttui entistä yksityiskohtaisemmaksi. Tämä koskee etenkin sisäpiiritiedon hallintaan liittyviä prosesseja, kuten sisäpiiriluellojen muotoa ja sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen dokumentointia. Lisäksi MAR sisältää uutta sääntelyä muun muassa markkinoiden tunnustelusta, rikkomuksista ilmoittamisesta ja johtohenkilöiden liiketoimien julkistamisesta.

Voidaankin puhua kokonaisvaltaisesta markkinoiden väärinkäyttösääntelystä, sillä MAR:n ohella annettiin MAD II-direktiivi, joka edellyttää jäsenvaltioilta yhtenäisiä rikosoikeudellisia seuraamuksia. Suomessa tämä merkitsi sitä, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen kriminalisoitiin. Lisäksi sisäpiiritiedon käyttökiellot laajenivat.<sup>45</sup>

MAR:n soveltamisala on MAD:a laajempi. MAD soveltuu säännellyllä markkinalla eli pörssissä kaupankäynnin kohteena oleviin rahoitusvälineisiin. MAR:a kuitenkin sovelletaan myös rahoitusvälineisiin, joilla käydään kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä.<sup>46</sup> Lisäksi vuodesta 2018 alkaen MAR koskee myös organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä (OTF) kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä.

### 2.2.3 MAR:n määritelmä sisäpiiritiedosta ja siihen liittyvistä velvoitteista

MAR:n sisäpiiritietoa koskeva perussäännös vastaa MAD:n sisäpiiritiedon määritelmää lähes sanatarkasti. MAR:ssa on kuitenkin tarkennettu sisäpiiritiedon määritelmää aikaisemmin MAD:n määritelmädirektiivissä olleilla säännöksillä ja unionin oikeuskäytännössä muodostuneilla kriteereillä.

MAR 7 artiklan mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan

---

<sup>45</sup> Laki rikoslain 51 luvun muuttamisesta (521/2016).

<sup>46</sup> Esimerkkinä monenkeskisestä kaupankäyntijärjestelmästä voidaan mainita Suomessa toimiva First North Finland -markkinapaikka.

”a) 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”.

MAR 7 artiklassa on lisäksi joukko erikoistilanteita (alakohdat b, c ja d), joissa sisäpiiritiedolle on annettu oma määritelmänsä. Nämä koskevat hyödykejohdannaisia, päästöoikeuksia ja rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen hoitamista. Tässä tutkielmassa keskitytään kuitenkin vain niin sanottuun perustilanteeseen, eli liikkeeseenlaskijalle syntyvään sisäpiiritietoon MAR 7 artiklan 1 kohdan a-alakohdan mukaisessa tilanteessa.

Sisäpiiritieto on tärkeä käsite MAR:ssa ja siihen liittyy useita velvoitteita. Ensinnäkin MAR 8 artiklassa määritellään sisäpiirikaupat sisäpiiritiedon hyväksikäyttämiseksi rahoitusvälineiden hankinnassa tai luovuttamisessa:

”Tässä asetuksessa sisäpiirikaupoilla tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän käyttää kyseistä tietoa hyväkseen hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai kolmannen osapuolen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy. Sisäpiirikaupoiksi on katsottava myös sisäpiiritiedon käyttäminen peruuttamalla tai muuttamalla toimeksianto, joka koskee sellaista rahoitusvälinettä, johon kyseinen tieto liittyy, kun toimeksianto annettiin ennen kuin asianomaisella henkilöllä oli hallussaan kyseinen sisäpiiritieto.”

MAR 10 artiklassa määritellään mitä on sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen. MAR 10 artiklan 1 alakohta kuuluu seuraavasti:

”Tässä asetuksessa sisäpiiritiedon laittomalla ilmaisemisella tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän ilmaisee kyseisen sisäpiiritiedon toiselle henkilölle, jollei tämä ilmaiseminen tapahdu osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista.”

MAR 14 artiklassa nämä sisäpiiritiedon väärinkäytön muodot on kielletty. MAR 14 artiklan mukaan sekä sisäpiirikauppojen tekeminen, niiden tekemiseen suosittelu tai houkuttelu sekä sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen ovat kiellettyjä.

Sen sijaan MAR 17 artikla asettaa sisäpiiritietoon liittyvän toimintavelvoitteen. MAR 17 artiklan mukaan:

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

Säännös vastaa sisällöltään MAD:n 6 artiklaa, vaikka MAR:ssa puhutaankin tiedosta, joka ”koskee *suoraan* kyseistä liikkeeseenlaskijaa”. Lisäksi julkistaminen on vaihtunut ”yleisölle ilmoittamiseksi”.<sup>47</sup>

### 2.3 Yhteenveto

Sisäpiiritiedon määritelmän ja sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden osalta MAR vastaa pääosin MAD:a. Kuitenkin MAR toi merkittävän eron arvopaperimarkkinalain aikaiseen oikeustilaan sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteen osalta, sillä kyseinen direktiivin säännös oli implementoitu kansallisesti vanhan sääntelytekniikkamme mukaisesti. Merkittävä muutos koski nimenomaan sitä, että MAR edellyttää liikkeeseenlaskijan julkistamaan sitä suoraan koskevan sisäpiiritiedon mahdollisimman pian, kun taas arvopaperimarkkinalain julkistamisvelvollisuuden kohteena olivat liikkeeseenlaskijan päätökset ja seikat. MAR:n myötä julkistamiskynnys on siis Suomessa aikaistunut, sillä MAR laajensi julkistamisvelvollisuuden alaa myös mahdollisesti valmisteilla oleviin asioihin.<sup>48</sup>

MAR merkitsee myös sitä, että sisäpiiritiedon arvioinnilla on entistä suurempi merkitys. Perusajatuksena on se, että sisäpiiritieto tulee synnyttyään joko julkistaa tai julkistamisen lykäämisestä tulee tehdä päätös.<sup>49</sup> Vanhemmassa suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on valiteltu, että sisäpiiritiedon keskeiset käsitteet, kuten tiedon olennaisuus ja täsmällisyys, ovat epäselviä ja täsmentymättömiä.<sup>50</sup> MAR:n myötä näitä käsitteitä onkin tarkennettu, jotta markkinatoimijoiden oikeusvarmuutta voitaisiin parantaa.<sup>51</sup>

Tässä tutkielmassa ei ole kysymys siitä, millainen tieto katsotaan sisäpiiritiedoksi, eli täsmälliseksi tai olennaiseksi. Niinpä kysymys liittyykin siihen, tulkitaanko näitä MAR:ssa täs-

---

<sup>47</sup> MAD:n suomenkielisen version mukaan julkistettavan tiedon tuli koskea liikkeeseenlaskijoita *välittömästi*, mutta MAR:ssa puhutaan liikkeeseenlaskijoita *suoraan* koskevasta sisäpiiritiedosta. Tälle sanamuotojen erolle ei ilmeisesti ole tarkoitettu antaa merkitystä, sillä esimerkiksi englanninkielinen määritelmä on pysynyt samana. Ks. MAD 6(1) artikla ja MAR 17(1) artikla.

<sup>48</sup> HE 65/2016, s. 20.

<sup>49</sup> Finanssivalvonta Markkinat-tiedote 5/2016, s. 2

<sup>50</sup> Ks. esim. *Huovinen* 2004, s. 25.

<sup>51</sup> MAR johdanto-osan 17 kohta.

mennettyjä kriteerejä samoilla perusteilla sekä sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltävän säännöksen että julkistamisvelvollisuuden asettavan säännöksen tulkinnassa. Jatkokysymyksenä luonnollisesti on, käyvätkö samat tulkintaperiaatteet lykkäysperusteita tulkittaessa.

### 3 Sisäpiiritieto ja sen julkistamisvelvollisuus

Edellisessä kappaleessa tarkastelin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kehittymistä kansallisessa oikeudessamme. Jatkuva tiedonantovelvollisuus tarkoittaa velvollisuutta julkistaa sisäpiiritietoa. Nykyään MAR:n myötä julkistamisvelvollisuus perustuu nimenomaisesti sisäpiiritiedon käsitteeseen. Siksi esittelen tässä kappaleessa, mitä sisäpiiritieto tarkoittaa. Sisäpiiritiedon kriteereistä voisi jokaisesta kirjoittaa kokonaisen tutkielman. Tämän tutkielman tarkoitukseen riittää kuitenkin näiden edellytysten lyhyt esittely, sillä pääpaino on kysymyksellä, miten sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus on muuttunut.

Kappaleen toisessa osassa erittelen julkistamisvelvollisuutta ja sen suhdetta sisäpiiritietoon. Julkistamisvelvollisuus on MAR:ssakin suppeampi kuin sisäpiiritiedon määritelmä, koska se koskee vain suoraan kyseiseen liikkeeseenlaskijaan liittyvää sisäpiiritietoa. Kuten jo edellä todettu, Suomessa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden laajuus on ollut kapeampi kuin MAR:ssa, sillä se on perustunut sisäpiiritiedon kaksiosaiselle täyttymismallille.

#### 3.1 Sisäpiiritiedon määritelmä

Sisäpiiritieto tarkoittaa tietoa, joka liittyy rahoitusvälineeseen tai sen liikkeeseenlaskijaan, joka on täsmällistä ja julkistamatonta, ja jolla olisi olennainen vaikutus rahoitusvälineen hintaan, jos se julkistettaisiin.<sup>52</sup> Niinpä sisäpiiritieto tarkoittaa jollakin tai joillakin markkina-toimijoilla olevaa tiedollista etumatkaa muihin verrattuna.<sup>53</sup>

MAR:ssa sisäpiiritieto on määritelty erikseen niin sanotussa perustilanteessa<sup>54</sup> sekä erikseen hyödykejohdannaisten<sup>55</sup>, päästöoikeuksien<sup>56</sup> ja toimeksiantojen hoitamisen<sup>57</sup> osalta. Tässä tutkielmassa kuitenkin tarkastellaan vain a)-alakohdan mukaista tilannetta eli niin sanotusti perustilannetta.

---

<sup>52</sup> Huomioitava on myös, että käsitettä tieto käytetään sisäpiiritiedon määritelmässä yleiskieltä laajemmassa merkityksessä. Sisäpiiritieto käsittää nimittäin myös tiedon, joka kohdistuu tulevaisuuteen ja on jokseenkin epävarmaa, ei siis *tietoa* sanan varsinaisessa merkityksessä. Ks. *Knuts* 2011, s. 33–34.

<sup>53</sup> *Knuts* 2011, s. 25.

<sup>54</sup> MAR 7(1)(a) artikla.

<sup>55</sup> MAR 7(1)(b) artikla.

<sup>56</sup> MAR 7(1)(c) artikla.

<sup>57</sup> MAR 7(1)(d) artikla.

Sisäpiiritiedon edellytykset voidaan jakaa, näkökulmasta riippuen, kolmeen tai neljään. Näiden kaikkien edellytysten tulee täytyä, jotta tieto täyttää sisäpiiritiedon määritelmän. Toisaalta näitä edellytyksiä ei ole mahdollista määritellä yksityiskohtaisesti, koska arviointiin vaikuttavat tapauskohtaiset seikat, kuten tiedon luonne ja kyseisen liikkeeseenlaskijan ominaispiirteet.<sup>58</sup> Seuraavassa kuvaan nämä edellytykset, jotka ovat rahoitusvälineliitännäisyys, täsmällisyys, olennaisuus ja julkistamattomuus.

### 3.1.1 Rahoitusvälineliitännäisyys

Tiedon tulee liittyä joko suoraan tai välillisesti rahoitusvälineeseen tai sen liikkeeseenlaskijaan ollakseen sisäpiiritietoa.<sup>59</sup> Rahoitusvälineliitännäisyyttä ei välttämättä nähdä omana osakriteerinään, sillä rahoitusvälineen hintaan olennaisesti vaikuttava tieto voidaan nähdä aina vähintäänkin välillisesti siihen liittyväksi.<sup>60</sup> Sisäpiiritieto voi liittyä myös rahoitusvälineisiin yleisesti.<sup>61</sup> Niinpä rahoitusvälineliitännäisyys ei tuo kriteerinä paljoa lisäarvoa. Sen sijaan merkitystä on sillä, liittyykö tieto välittömästi vai välillisesti liikkeeseenlaskijaan. Liikkeeseenlaskijalla ei nimittäin ole tiedon julkistamisvelvollisuutta, jos tieto liittyy siihen vain välillisesti.

Sisäpiiritieto voidaan jakaa tiedon kohteen perusteella liikkeeseenlaskijatiedoksi, markkinatiedoksi ja itsetiedoksi. Liikkeeseenlaskijatieto tarkoittaa tietoa, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaa. Nimenomaan liikkeeseenlaskijatieto on määritelty julkistamisvelvollisuuden alaiseksi tiedoksi.<sup>62</sup> Toisaalta joissakin esityksissä liikkeeseenlaskijatiedoksi on luokiteltu vain tieto, joka on liikkeeseenlaskijalta itseltään peräisin. Tällöin myös osa markkinatiedosta voisi olla liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevaa eli julkistamisvelvollisuuden piirissä.<sup>63</sup>

MAR:n yhteydessä ei ole tarkennettu erittelyä sille, milloin tieto liittyy suoraan ja milloin vain välillisesti liikkeeseenlaskijaan.<sup>64</sup> Kuitenkin MAD:n aikana ESMA:n edeltäjä eli Eu-

---

<sup>58</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 421.

<sup>59</sup> MAR 7(1)(a) artikla.

<sup>60</sup> Knuts 2011, s. 29.

<sup>61</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 397.

<sup>62</sup> MAR 17(1) artikla. Ks. myös Knuts 2011, s. 35, alaviite 82.

<sup>63</sup> Ks. esim. Dittmar & Indrenius 2017, s. 74–75.

<sup>64</sup> Tätä harmittelee myös Moloney 2014, s. 721.

roopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea (CESR) antoi esimerkinomaisen luettelon tiedosta, joka koskee suoraan liikkeeseenlaskijaa. Tällaisia tietoja ovat muun muassa tiedot muutoksista liiketoiminnassa, määräysvallassa, johdossa, osakepääomassa, osakelajeissa, omaisuuden arvossa, odotetussa voitossa tai tappiossa taikka liiketoiminta-alueissa. Lisäksi oikeudenkäyntimenettelyt, maksukyvyttömyysmenettelyyn hakeutuminen tai yritysjärjestelyt ovat tällaista liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevaa tietoa.<sup>65</sup>

Markkinatietoa on sen sijaan tieto, joka liittyy markkinoihin tai muihin markkinatoimijoihin. Markkinatieto voi olla sisäpiiritietoa, jota ei saa käyttää hyväkseen kaupankäynnissä. Markkinatieto ei kuitenkaan koske suoraan liikkeeseenlaskijaa, jolloin liikkeeseenlaskijalle ei synny julkistamisvelvollisuutta tästä tiedosta.<sup>66</sup> Markkinatiedon määritelmästä ei tosin ole yksimielisyyttä, sillä esimerkiksi *Häyrynen* kutsuu markkinatiedoksi vain MAR 7 artiklan 1 kohdan d)-alakohdan mukaista tietoa, eli tietoa toimeksiannoista.<sup>67</sup> *Huovinen* puhuu yhtiöntiedosta, markkinatiedosta ja mediatiedosta. *Huovisen* mukaan relevanttia onkin tarkastella, mikä vastuu yhtiöllä on markkinatiedosta suhteessa yhtiöntietoon.<sup>68</sup> *Knuts* lukee markkinatiedon alaan myös tiedon siitä, että jokin toinen markkinatoimija kohdistaa toimenpiteitä, kuten julkisen ostotarjouksen, liikkeeseenlaskijaan.<sup>69</sup>

Itsetietoa on toimijan tieto omista toimistaan. Oikeuskirjallisuudessa on epäselvyyttä siitä, voiko itsetieto olla sisäpiiritietoa. *Knuts* on päätenyt lopputulokseen, jossa myös itsetieto on pidettävä sisäpiiritietona, jotta muun muassa ilmaisukielto ja neuvontakielto koskisivat myös henkilöä, joka on päättänyt omista toimistaan.<sup>70</sup> Toisaalta MAR:n mukaan esimerkiksi omien kaupankäyntisuunnitelmien perusteella toimimista ei tulisi pitää sisäpiiritiedon käytönä.<sup>71</sup>

Tässä tutkielmassa luokittelen tiedon liikkeeseenlaskijatiedoksi ja markkinatiedoksi nimenomaan sillä perusteella, että liikkeeseenlaskijatieto on liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevaa tietoa, kun taas markkinatietieto ei koskaan ole liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevaa tietoa. Niinpä vain liikkeeseenlaskijatieto voi olla julkistamisvelvollisuuden alaista sisäpiiritietoa.

---

<sup>65</sup> CESR 2007, s. 7–8.

<sup>66</sup> HE 137/2004, s. 51.

<sup>67</sup> *Häyrynen* 2009, s. 114–115 ja *Häyrynen & Kajala* 2013, s. 398–399.

<sup>68</sup> *Huovinen* 2004, s. 115.

<sup>69</sup> *Knuts* 2011, s. 40.

<sup>70</sup> *Knuts* 2011, s. 41–45.

<sup>71</sup> MAR johdanto-osan 31 kohta.



Markkinatiedon osalta sisäpiiritiedon käyttökiellot aktivoituvat, mutta liikkeeseenlaskijalla ei ole julkistamisvelvollisuutta. Jos toinen markkinatoimija, johon tieto suoraan liittyy, on julkinen osakeyhtiö, syntyy tälle toki oma julkistamisvelvollisuus.

### 3.1.2 Täsmällisyys

Tiedon tulee olla täsmällistä ollakseen sisäpiiritietoa. Täsmällisyyden kriteerillä on tarkoitus rajata sisäpiiritiedon määritelmän ulkopuolelle tieto, joka on niin epätäsmällistä, että sillä ei ole tarpeeksi informatiivista arvoa.<sup>72</sup> Täsmällisyysedellytys kohdistuu nimenomaan tulevaisuuden tapahtumiin, koska sillä rajataan liian epävarmat ja spekulatiiviset tapahtumat sisäpiiritiedon ulkopuolelle. Menneisyyden tapahtumien osalta täsmällisyyskriteerin on sanottu olevan merkityksetön, koska silloin arviointi perustuu ainoastaan tiedon olennaisuuteen.<sup>73</sup>

MAR:ssa on tarkennettu täsmällisyyden edellytyksiä. Niinpä tieto on täsmällistä:

”jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa 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 - - hintoihin.”<sup>74</sup>

Tiedon täsmällisyydeltä ei edellytetä tulevaisuuden tapahtumien osalta todennäköisyyttä, eli yli viidenkymmenen prosentin toteutumismahdollisuutta, vaan riittää että tapahtumiseen on tosiasiallinen mahdollisuus.<sup>75</sup> Lisäksi tiedon täsmällisyydeltä edellytetään, että se on tarpeeksi tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tapahtumien vaikutuksesta rahoitusvälineen hintaan. Tämän vuoksi liian yleinen informaatio ei voi olla täsmällistä eikä siten sisäpiiritietoa.<sup>76</sup> Hintavaikutuksen suuntaa ei kuitenkaan tarvitse tietää, vaan pelkkä volatilititeettivaikutus on riittävä.<sup>77</sup>

<sup>72</sup> Knuts 2011, s. 46.

<sup>73</sup> Parkkonen & Knuts 2014, s. 323–324.

<sup>74</sup> MAR 7(2) artikla.

<sup>75</sup> HE 137/2004, s. 60 ja Hellgardt 2013, s. 873. Vrt. Krause & Brellocks 2013, s. 289.

<sup>76</sup> MAR 7(2) ja Hellgardt 2013, s. 873.

<sup>77</sup> EUT 11.3.2015, asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v Autorité des marchés financiers. Sen sijaan Klöhhin mukaan tietoa, joka ei kannusta kaupankäyntiin, ei voida pitää sisäpiiritietona. Sisäpiiritieto, joka vaikuttaa rahoitusvälineen hintoihin, mutta suunnan vaikutuksesta ei ole tietoa, ei ole sisäpiiritietoa kyseisistä rahoitusvälineistä. Sen sijaan tieto olisi sisäpiiritietoa sellaisista johdannaisista, joiden hintaan tiedossa oleva hintavolatilititeetti vaikuttaa. Tällöin rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijalla ei kuitenkaan olisi tiedonantovelvollisuutta.

MAD:n (ja nykyisin MAR:n) mukainen sisäpiiritiedon täsmällisyysedellytys on tunnustettu myös kotimaisessa oikeuskäytännössämme. Tapauksessa KKO 2006:110 Sampo oli tehnyt neuvottelutarjouksen Suomi-yhtiölle Pohjolan osakkeiden ostamiseksi. Osakekaupan toteutumisesta ei kuitenkaan ollut varmuutta ja esillä oli ollut myös muita toimintavaihtoehtoja. Tapauksessa korkein oikeus katsoi, että Sampon pääjohtaja syyllistyi sisäpiiritiedon väärinkäyttöön ostaessaan Pohjolan osakkeita. Korkein oikeus totesi tapauksessa, että tieto voi olla täsmällistä, vaikka se tapahtumien toteutuminen tulevaisuudessa olisi vielä epävarmaa. Riittävää on, että tapahtumien ilmenemiseen tai toteutumiseen on tosiasiallinen mahdollisuus.<sup>78</sup>

Tieto voi olla täsmällistä myös silloin, kun se koskee vain välivaihetta, joka liittyy tulevaisuuden tapahtuman toteutumiseen. Tällaisia välivaiheisiin liittyviä tietoja voivat olla muun muassa tiedot sopimusneuvottelujen vaiheista, alustavista ehdoista tai tieto mahdollisuudesta tarjota rahoitusvälineitä.<sup>79</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on nähty täsmällisyyden ja olennaisuuden välillä olevan yhteys. Tällöin täsmällisyysedellytyksen täyttymistä voidaan tarkastella funktiolla, jonka mukaan mitä olennaisempi hintavaikutus tiedolla olisi, sitä pienempi todennäköisyys tapahtuman toteutumiselta vaaditaan.<sup>80</sup> Euroopan unionin tuomioistuin kuitenkin totesi tapauksessa *Geltl v Daimler*, että hintavaikutuksen olennaisuudella ei ole merkitystä täsmällisyyden tulkinna.<sup>81</sup>

Näin ollen tällä niin sanotulla todennäköisyys-laajuus-doktriinilla eli olennaisuuden ja täsmällisyyden välisellä yhteydellä ei voida katsoa olevan merkitystä.<sup>82</sup> Kyseinen tulkinta on otettu myös MAR:n johdanto-osaan, jossa todetaan että vaikka pitkäkestoisen menettelyn välivaiheita on arvioitava kokonaisvaltaisesti sen arvioimiseksi, muodostavatko välivaiheet itsessään sisäpiiritietoa, tätä kokonaisvaltaista tarkastelua ”ei kuitenkaan ole tulkittava siten, että kyseisten olosuhteiden tai kyseisen tapahtuman vaikutuksen laajuus asianomaisten rahoitusvälineiden hintaan on otettava huomioon”.<sup>83</sup>

---

Ks. Klöhn 2015, s. 177–180. Toisaalta on myös katsottu, että sisäpiiritiedon käyttö omaksi vahingoksi ei ole kiellettyä. Tästä esim. *Knuts* 2011, s. 182 ja *Knuts* 2010.

<sup>78</sup> KKO 2006:110, kohta 18.

<sup>79</sup> MAR 7(2) ja johdanto-osan kohta 17.

<sup>80</sup> Ks. esim. *Knuts* 2011, s. 49–50 ja *Häyrynen* 2009, s. 133.

<sup>81</sup> EUT 28.6.2012, asia C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, kohta 50.

<sup>82</sup> *Krause & Brellochs* 2013, s. 288.

<sup>83</sup> MAR johdanto-osan 16 kohta.

### 3.1.3 Olennaisuus

Sisäpiiritiedon olennaisuusedellytys tarkoittaa sitä, että tiedolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan, jos se julkistettaisiin. Olennaisuutta arvioidaan ennen päätöksentekoa olleiden tietojen perusteella, eikä jälkikäteisellä todellisella hintavaihtuksella siten ole ratkaisevaa merkitystä.<sup>84</sup> Toisin sanoen tiedon tulee olla olennainen silloin, kun tietoa arvioidaan.

MAR sisältää niin kutsutun järkevän sijoittajan testin. Sen mukaan:

”tiedolla, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden - - hintoihin, jos se julkistettaisiin, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.”<sup>85</sup>

Näin ollen tiedon olennaisuus määräytyy järkevän sijoittajan testin perusteella.<sup>86</sup> Järkevä sijoittaja tarkoittaa rationaalista sijoittajaa, joka ei kuitenkaan ole yltiörationaalinen, vaan saattaa pitää myöhemmin merkityksettömiksi osoittautuneita seikkoja rationaalisina tai toisinpäin.<sup>87</sup>

MAD:ssa ja MAR:ssa sisäpiiritieto määritellään tiedoksi, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan. Sen sijaan arvopaperimarkkinalaissa sisäpiiritieto oli määritelty tiedoksi, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan rahoitusvälineen arvoon. Sanamuotojen erosta huolimatta näiden säännösten muodostaman olennaisuuskriteerin on sanottu olevan yhtenevä.<sup>88</sup>

Tässä sanamuotojen erossa tulee kuitenkin esille unionin oikeuden ja kansallisesti implementoidun säännöksen välinen ristiriita esille. Suomalaisessa rikoslainopissa kyseinen ”on omiaan” -käsite liitetään abstrakteihin vaarantamisrikoksiin, jolloin asiaan vaikuttavilla konkreettisilla seikoilla ei ole paljon painoarvoa arvioinnissa. Oikeuskirjallisuudessa on

---

<sup>84</sup> MAR johdanto-osan 14 ja 15 kohdat.

<sup>85</sup> MAR 7(4) artikla.

<sup>86</sup> Vrt. *Huovinen* 2004, s. 143–145, joka on kritisoinut hypoteettisen keskivertosijoittajan käsitteen käyttökel-  
poisuutta.

<sup>87</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 337–338.

<sup>88</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 148. Myös Ruotsissa kansallinen implementointi olennaisuuskriteerin osalta poikkesi MAD:n sanamuodosta. Tätä eroavaisuutta ja MAD:n tulkitsemista minimiharmonisointidirektiiviksi on kritisoinut *Härkönen* 2013, s. 122–126.

kiinnitetty huomiota ”on omiaan olennaisesti vaikuttamaan”-konstruktion ongelmallisuuteen verrattuna MAD:n sanamuotoon, joka painottaa konkreettisia seikkoja.<sup>89</sup> *Knutsin* mukaan unionin oikeuden tulkintavaikutus on tässä tilanteessa vahva. Niinpä eurooppaoikeudellisen lojaliteettiperiaatteen mukaan kansallista arvopaperimarkkinalain säännöstä tuli tulkita direktiivin mukaisesti, tosiasialliset olosuhteet huomioon ottaen.<sup>90</sup> MAD:n sanamuoto ja järkevän sijoittajan testi on kirjoitettu MAR:n, joten nykyään tilanteen voidaan sanoa olevan selvä.

### 3.1.4 Julkistamattomuus

Sisäpiiritieto on tietoa, joka on julkistamatonta. Tämä julkistamattomuus voidaan jakaa ajalliseen ja asialliseen ulottuvuuteen. Ajallisesti tiedon katsotaan olevan julkistettu heti kun se on yleisesti markkinoiden saatavilla, siitä riippumatta ovatko markkinoilla toimivat oikeasti ehtineet reagoida tietoon.<sup>91</sup>

Asiallisessa ulottuvuudessa voidaan tarkastella tiedon julkistamisen tapaa, paikkaa ja laajuutta, jotta voidaan sanoa milloin tietoa ei ole julkistettu niin että sen sisäpiirilunne olisi poistunut. Julkitulotapa ei ole ratkaiseva tekijä. Tiedon sisäpiirilunne poistuu silloin, kun tietoa on markkinoiden saatavissa.<sup>92</sup> Tämä tapahtuu ensinnäkin täyttämällä sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus säännösten mukaisesti. Toinen mahdollisuus on, että tietoa ei ole välttämättä edes julkistettu, jos se muutoin on ollut yleisesti markkinoiden saatavilla esimerkiksi tietovuodon takia.<sup>93</sup> Julkitulopaikan osalta riittää, että tieto on tosiasiallisesti ollut kaikkien markkinoilla toimivien saatavilla. Tästä on kuitenkin eriäviä mielipiteitä esimerkiksi sen osalta, voiko viranomaisilla oleva julkinen tieto olla sisäpiiritietoa.<sup>94</sup>

Tiedon julkitulon laajuus on myös merkityksellinen seikka arvioitaessa sitä, onko tieto yhä sisäpiiritietoa. Julkistetun tiedon tulee olla riittävää ja täsmällistä.<sup>95</sup> Jos vain vähämerkityk-

---

<sup>89</sup> *Knuts* 2011, s. 88–95, Kotiranta 2014, s. 287–288.

<sup>90</sup> *Knuts* 2011, s. 97.

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

<sup>92</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 330.

<sup>93</sup> Tästä ei kuitenkaan ole yksiselitteistä tulkintaa, ks. esim. *Häyrynen* 2009, s. 118 ja *Knuts* 2011, s. 67–68.

<sup>94</sup> Vrt. *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 332 ja *Häyrynen* 2009, s. 118–119.

<sup>95</sup> *Häyrynen & Kajala* 2013, s. 403.

selliset seikat ovat julkistamattomia, ei tieto enää ole sisäpiiritietoa. Sen sijaan jos osa tiedosta on yhä julkistamatonta, ja järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttäisi tätä julkistamatonta tietoa päätöksenteossaan, on tämä osa tietoa vielä sisäpiiritietoa.<sup>96</sup>

### 3.2 Muutokset sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen

MAD:n implementointi johti erilaisiin ratkaisuihin eri jäsenvaltioissa. Sisäpiiritiedon ja julkistamisvelvollisuuden osalta<sup>97</sup> voidaan puhua yhden pisteen mallista ja kahden pisteen mallista. Yhden pisteen mallissa sisäpiiritiedon syntyminen ja sen julkistamisvelvollisuus syntyvät samalla hetkellä. Kun tieto on sisäpiiritietoa, tulee se julkistaa, ellei julkistamista voida lykätä lykkäysperusteilla. Kahden pisteen mallissa sisäpiiritieto syntyy ensin ja sen julkistamisvelvollisuus vasta myöhemmässä vaiheessa. Luonnollisesti tällöin lykkäysperusteilla ei ole yhtä suurta käytännön merkitystä. Esimerkiksi Saksassa MAD on implementoitu lähes sanatarkasti, sillä sisäpiiritieto tulee julkistaa heti. Monissa muissa jäsenvaltioissa on sen sijaan omaksuttu kahden pisteen malli, esimerkkinä Pohjoismaat.<sup>98</sup>

Suomessa sovellettiin MAR:n voimaantuloon asti kahden pisteen mallia, jolloin sisäpiiritieto syntyi aikaisemmin kuin sen julkistamisvelvollisuus. Sisäpiiritiedon syntyminen tarkoitti tuon tiedon käyttökieltojen aktivoitumista. Sen sijaan tieto saattoi kypsyä julkistettavaksi tiedoksi vasta myöhemmin. Käänteisesti voidaan todeta, että julkistamisvelvollisuuden alainen tieto oli siten käytännössä aina sisäpiiritietoa väärinkäytösäännösten tarkoittamalla tavalla.<sup>99</sup>

Seuraavassa tarkastelen, miten MAR muutti sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta. Kotimaista lainsäädäntöä tarkastellaan kahdelta kantilta: sekä suhteessa MAD:n että suhteessa MAR:n. Vain täten voidaan ymmärtää, miten MAR:n voimaantulo on vaikuttanut jo valmiiksi MAD:n pohjautuneeseen sääntelyyn.

---

<sup>96</sup> Parkkonen & Knuts 2014, s. 333 ja Annola 2007, s. 722. Myös tapauksessa KKO 2006: 110 on käsitelty tiedon osan julkisuutta ja osan säilymistä sisäpiiritietona.

<sup>97</sup> Julkistamisajankohdan lisäksi eroavaisuuksia implementoinnissa syntyi esimerkiksi siinä, miten nopeasti tieto tuli julkistaa. Ks. DiNoia & Gargantini 2009, s. 14–19.

<sup>98</sup> Krause & Brellochs 2013, s. 296 ja DiNoia & Gargantini 2009, s. 15–18.

<sup>99</sup> Kotiranta 2014, s. 60–61.

### 3.2.1 Ajankohta

Arvopaperimarkkinalain mukaan liikkeeseenlaskijan tuli julkistaa (julkistamisvelvollisuuden alainen) sisäpiiritieto ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun tiedotettava asia oli tullut sen tietoon. Asian katsottiin tulleen liikkeeseenlaskijan tietoon, kun se tuli liikkeeseenlaskijan toimitusjohtajan tai yhdenkin hallituksen jäsenen tietoon.<sup>100</sup>

Arvopaperimarkkinalaissa sallittiin kuitenkin aiheellinen viivytys, jollaiseksi esitöiden mukaan katsottiin ainakin se, että tiedon todenperäisyys tarkistettiin. Viivytys oli sallittu myös, jos esimerkiksi hallituksen piti käsitellä asia ennen sen tiedottamista. Myös muut tiedottamisen valmisteluun liittyvät toimenpiteet laskettiin aiheellisiksi viivytyksiksi, mutta tällä viivytyksellä tarkoitettiin kaikkiaan hyvin lyhyttä aikaa.<sup>101</sup> Oikeuskirjallisuudessa on puhuttu enintään tunneista.<sup>102</sup> MAR:n mukaan sisäpiiritieto tulee julkistaa mahdollisimman pian.<sup>103</sup> Tämän voidaan nähdä vastaavan aikaisempaa oikeustilaa.

### 3.2.2 Lykkääminen

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen vaikuttaa myös mahdollisuus lykätä julkistamista. Mahdollisuus lykätä sisäpiiritiedon julkistamista otettiin VAML:in MAD:n implementoinnin yhteydessä vuonna 2004. Siitä säännös siirrettiin uuteen arvopaperimarkkinalakiin. Arvopaperimarkkinalain lykkäämistä koskeva säännös erosi hieman MAD:n ja MAR:n sanamuodosta, sillä arvopaperimarkkinalain mukaan tiedon julkistamatta jättäminen ei saanut vaarantaa sijoittajien asemaa<sup>104</sup>, kun taas MAD:n mukaisesti julkistamatta jättäminen ei saanut todennäköisesti johtaa sijoittajia harhaan.<sup>105</sup> Oikeuskirjallisuudessa nämä nähtiin kuitenkin saman sisältöisinä kriteereinä.<sup>106</sup>

Kuten aiemmin todettu, liikkeeseenlaskijan ei tarvinnut julkistaa vielä valmisteilla olevia asioita, joten lykkäysmahdollisuuden käyttö jäi hyvin vähäiseksi. Oikeuskirjallisuudessa

---

<sup>100</sup> HE 137/2004, s. 53.

<sup>101</sup> HE 137/2004, s. 53.

<sup>102</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 163–164.

<sup>103</sup> MAR 17(1) artikla.

<sup>104</sup> AML 6:5, joka kumottiin muutossäädöksellä 519/2016.

<sup>105</sup> MAD 6(2) artikla.

<sup>106</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 166.

katsottiin, että lykkäysperusteille saattoi olla tarvetta vain silloin, kun asia oli jo päätösvaiheessa taikka kun muu seikka oli tullut riittävän täsmälliseksi. Toisaalta lykkäystä voi käyttää myös vain osaan tiedoista.<sup>107</sup> Lykkäysmahdollisuuden vähäisestä merkityksestä johtuen en käsittele tässä enempää aikaisempaa arvopaperimarkkinalain ja MAD:n eroavaisuutta, vaan keskityn MAR:n mukaiseen lykkäysmahdollisuuteen.

MAR:n myötä lykkäämisperusteilla oletetaan olevan huomattavasti suurempi merkitys.<sup>108</sup> Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämistä koskeva säännös kuuluu näin:

Liikkeeseenlaskija tai päästöoikeuksien markkinoilla toimiva markkinaosapuoli voi omalla vastuullaan lykätä sisäpiiritiedon julkistamista yleisölle, jos kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- a) välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivan markkinaosapuolen oikeutetut edut;
- b) julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan;
- c) liikkeeseenlaskija tai päästöoikeuksien markkinoilla toimiva markkinaosapuoli pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellisena.<sup>109</sup>

Mahdollisuus lykätä sisäpiiritiedon julkistamista edellyttää siis kaikkien näiden seikkojen täyttymistä. Myös tietoa, joka liittyy pitkäkestoisen menettelyn välivaiheisiin, voidaan lykätä.<sup>110</sup> Huomioitavaa on, että lykkäämisperusteet voivat vaikuttaa myös sisäpiiritiedon julkistamisveloitteen laajuuteen, sillä lykkäämisen ajankohtaa ei ole rajoitettu niin kauan kuin kaikki lykkäämisperusteet täyttyvät. Niinpä on periaatteessa mahdollista, että sisäpiiritiedon julkistamista lykätään kunnes tieto on menettänyt merkityksensä eikä ole enää sisäpiiritietoa.<sup>111</sup>

---

<sup>107</sup> Parkkonen & Knuts 2014, s. 165–166.

<sup>108</sup> Finanssivalvonta Markkinat-tiedote 5/2016, s. 2.

<sup>109</sup> MAR 17(4)(1) artikla. MAR:n kyseinen kohta koskee myös päästöoikeuksien markkinoilla toimivaa markkinaosapuolta. Lisäksi MAR 17 artiklan 5 kohdassa annetaan erilliset lykkäämisedellytykset rahoitusjärjestelmän vakauden säilyttämiseksi liikkeeseenlaskijalle, joka on luottolaitos tai rahoituslaitos. Nämä erikoistapaukset on kuitenkin jätetty tutkielman tarkastelun ulkopuolelle.

<sup>110</sup> MAR 17(4)(2) artikla.

<sup>111</sup> Tätä mieltä on ainakin Härkönen 2013, s. 142.

Päätös julkistamisen lykkäämisestä on dokumentoitava. Suomessa on käytetty MAR:n mahdollistamaa poikkeusta, eikä lykkäämispäätöksen perusteluja tule siis automaattisesti toimittaa viranomaiselle. Sen sijaan julkistamisen lykkäämisestä tulee informoida viranomaista siinä vaiheessa, kun tieto julkistetaan. AML 6 luvun 2 §:n mukaisesti toimivaltainen viranomainen, eli Finanssivalvonta, voi tällöin pyytää kirjallista selvitystä lykkäämisen edellytysten täyttymisestä.

### 3.2.3 Sisäpiiritiedon edellytykset ja julkistamisvelvollisuuden edellytykset

Edellisessä kappaleessa olen esitellyt sisäpiiritiedon syntymisen edellytyksiä. Julkistamisvelvollisuuden alaisen tiedon edellytyksenä olivat kuitenkin samat kriteerit kuin sisäpiiritiedon edellytyksenä: täsmällisyys, olennaisuus ja julkistamattomuus.<sup>112</sup> Vanhan kansallisen oikeustilan mukaan sisäpiiritiedon, ja siten käyttökieltojen, osalta nämä vain täyttyivät aikaisemmin kuin julkistamisvelvollisuuden edellytykset.

Kahden pisteen mallissa voidaan katsoa olevan kaksi olennaisuuden edellytystä: Olennaisuus on edellytys sekä sisäpiiritiedon syntymiselle että sen julkistamisvelvollisuudelle. Esimerkiksi *Kotiranta* on katsonut, että olennaisuusedellytyksellä oli siksi kaksi tasoa. Olennaisuusedellytys täyttyi aikaisemmin silloin, kun kyse oli sisäpiiritiedosta. Sen sijaan julkistamisvelvollisuuden ollessa kyseessä vaadittiin tiedolta merkittävämpää vaikutusta rahoitusvälineen hintaan.<sup>113</sup>

Oikeuskäytäntö ei kuitenkaan tukenut tätä näkemystä. Tapauksessa KKO 2013: 53 yhtiön toimitusjohtajan sijainen tuomittiin arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, kun hän oli jättänyt julkaisematta tulosvaroituksen, vaikka oli selvää, että yhtiön tulos jäisi aikaisemmin ilmoitetusta. Kyseisessä tapauksessa arvioinnin kohteena oli etenkin olennaisuuskriteerin täytyminen.<sup>114</sup>

---

<sup>112</sup> HE 137/2004, s. 51.

<sup>113</sup> *Kotiranta* 2014, s. 62.

<sup>114</sup> *Knuts* 2013.



Korkein oikeus totesi kyseisen tapauksen perusteluissa, että olennaisuusvaatimus on saman sisältöinen riippumatta siitä, onko kyse sisäpiiritiedon väärinkäytöstä vai tiedonantovelvollisuuden laiminlyönnistä.<sup>115</sup> Samassa ratkaisussa korkein oikeus kuitenkin painotti, että tiedon tulee täyttää riittävän täsmällisyyden edellytykset, jotta siihen kohdistuisi julkistamisvelvollisuus.<sup>116</sup> Niinpä voidaan nähdä, että kansallisessa kahden pisteen mallissa olennaisuusedellytys oli sama. Sen sijaan täsmällisyyskriteerin täyttymiskynnys oli korkeampi julkistamisen osalta kuin sisäpiiritiedon käyttökiellon osalta.

Täsmällisyusedellytys koskee nimenomaan sitä, kuinka valmiit tai todennäköiset tapahtumat ovat sisäpiiritietoa ja tulee julkistaa. Siksi on selvää, että täsmällisyyskriteeri oli Suomessa korkeampi julkistamisvelvollisuuden osalta, sillä vasta valmiit päätökset tuli julkistaa.<sup>117</sup> Suomessa lähdettiin siitä, että valmisteluvaiheessa oleva tieto ei ole tarpeeksi täsmällistä, jotta se tulisi julkistaa. Toisaalta myös muita seikkoja kuin liikkeeseenlaskijan päätöksiä koski melko korkea täsmällisyysvaatimus, sillä julkistamisen sanottiin olevan tasapainoilua toisaalta täsmällisyyden ja toisaalta ilman aiheetonta viivytystä tapahtuvan tiedottamisvaatimuksen välillä.<sup>118</sup>

Sisäpiiritiedon syntyminen ja sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus erosivat siis täsmällisyyden edellytyksen täyttymisessä. Tälle lähestymistavalle löytyi tukea myös seuraavaksi esiteltävässä määritelmädirektiivin tiedon julkistamista koskevasta artiklasta.<sup>119</sup>

### 3.2.4 MAD:n ja määritelmädirektiivin epäjohdonmukaisuus

EU:n sääntelynkään osalta ei ollut täysin selvää, perustuiko oikeustila yhden vai kahden pisteen mallille. Tämä johtui MAD:n ja sen nojalla annetun määritelmädirektiivin eroavaisuudesta. Kyseisen tulkinnanvaraisuuden katsotaan olleen myös syynä erilaisiin käytäntöihin MAD:n implementoinnissa unionin eri jäsenvaltioissa.<sup>120</sup>

---

<sup>115</sup> KKO 2013: 53, kohta 10.

<sup>116</sup> KKO 2013: 53, kohta 31.

<sup>117</sup> Toisaalta esisopimusten ja aiesopimusten osalta on todettu, että ne voivat täyttää edellytyksen valmiista päätöksestä sekä olla riittävän täsmällisiä, jolloin niihin saattoi myös vanhan kansallisen näkemyksen mukaan syntyä julkistamisvelvollisuus. Ks. *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 162.

<sup>118</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 163.

<sup>119</sup> Direktiivi 2003/124/EY. Ks. myös *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 162.

<sup>120</sup> *DiNoia & Gargantini* 2009, s. 11–12.

MAD:n määritelmädirektiivin 1 artiklassa viitattiin MAD:n määritelmään sisäpiiritiedosta. MAD:n määritelmädirektiivin 1 artiklan mukaan sisäpiiritiedon "katsotaan olevan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan". Sen sijaan MAD:n määritelmädirektiivin 2 artiklan 2 kohdassa viitattiin MAD:n mukaiseen sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen. MAD:n määritelmädirektiivin 2 artiklan mukaan julkistamisvelvollisuus oli täytetty, "kun liikkeeseenlaskijat ovat olosuhteiden ilmetessä tai tapahtuman toteutuessa viipymättä tiedottaneet niistä yleisölle, vaikka niitä ei vielä olisi virallistettu".

Tästä pääteltiin, että MAD:n määritelmädirektiivi rakentui sisäpiiritiedon kaksiosaiselle täyttymismallille: tieto voi olla sisäpiiritietoa jo silloin kun olosuhteiden tai tapahtuman voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai tapahtuvan, mutta julkistamisvelvollisuus syntyi vasta kun olosuhteet ovat ilmenneet tai tapahtuma on toteutunut. Niinpä sisäpiiritieto voi syntyä ennen ja sen julkistamisvelvollisuus voi syntyä vasta myöhemmin. Tällä perusteltiin myös kansallisen lainsäädäntömme valintaa kaksiosaisen mallin hyväksi.<sup>121</sup>

On sanottu, että MAD:n määritelmädirektiivi ei itse asiassa muuttanut sisäpiiritiedon määritelmää: sisäpiiritiedolla oli yksi määritelmä. Sen sijaan määritelmädirektiivi koski sitä, milloin julkistaminen tapahtui MAD:n mukaisesti ”mahdollisimman nopeasti”. Määritelmädirektiivi siis vain yksilöi ajankohdan, jolloin tuo sisäpiiritieto tuli julkistaa.<sup>122</sup> Mielestäni on melko teoreettinen kysymys, puhutaanko sisäpiiritiedon kaksinaisista täyttymisedellytyksistä vaiko sisäpiiritietoon liittyvistä eriaikaisista velvollisuuksista. Molemmilla ajatusmallilla päädytään siihen lopputulemaan, että sisäpiiritiedon käyttökiellot syntyvät aikaisemmin kuin sen julkistamisvelvollisuus.

Näkemyksistä sisäpiiritiedon kaksiosaisen täyttymismallin vahvistamisesta MAD:n määritelmädirektiivillä voidaan kyseenalaistaa, koska alemmanasteisella sääntelyllä ei voida muuttaa MAD:n olennaisia säännöksiä.<sup>123</sup> Tämä koskee myös säännöstä, jonka mukaan sisäpiiritieto

---

<sup>121</sup> Lau Hansen & Moalem 2009, s. 328–389, Kotiranta 2014, s. 61.

<sup>122</sup> Lau Hansen & Moalem 2009, s. 329.

<sup>123</sup> MAD 17(2) artikla.

tulee julkistaa mahdollisimman nopeasti. MAD:n ja määritelmädirektiivin artiklojen eroavaisuutta voidaan myös tulkita yhteneväisesti niin, että olosuhteet, jotka johtavat kohtuudella ilmenevään tapahtumaan, tulee julkistaa heti kun ne ovat ilmenneet.<sup>124</sup>

MAD:n määritelmädirektiivin epä johdonmukaisuutta lisäsi MAD:n rajoitus sisäpiiritiedon ilmaisemisesta kolmannelle.<sup>125</sup> Jos sisäpiiritietoa oli ilmaistu kolmannelle ilman salassapitovelvoitetta, tuli tieto julkistaa. Tämän säännöksen asettaman julkistamisvelvollisuuden nähtiin olevan ristiriidassa MAD:n määritelmädirektiivin kanssa, sillä julkistamisvelvollisuuden voitiin katsoa koskevan kaikkea sisäpiiritietoa, siis myös sellaisia tapahtumia, joiden voitiin nähdä kohtuudella toteutuvan.<sup>126</sup>

MAR:ssa ei sen sijaan ole vastaavaa epäyhteneväistä sanamuotoa. Tähän puututtiinkin kansallisesti MAR-ehdotuksesta keskusteltaessa. Sisäpiiritiedon määritelmän täsmentämistä vaadittiin niin, että tiedonantovelvollisuus koskisi vain MAD:n määritelmädirektiivin mukaisesti toteutuneita tapahtumia ja seikkoja. MAR:n asettaman tiedonantovelvollisuuden katsottiin nimittäin olevan liian tulkinnanvarainen ja laaja verrattuna kotimaiseen lainsäädäntöön.<sup>127</sup>

### 3.2.5 Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisu *Geltl v Daimler*

Euroopan unionin tuomioistuin antoi vuonna 2012 sisäpiiritiedon julkistamista koskevan ratkaisun asiassa *Geltl v Daimler*.<sup>128</sup> Tapauksessa yhtiö ei ollut julkistanut tietoa hallituksen puheenjohtajan eroaikeista ennen kuin hallintoneuvosto oli tehnyt asiasta päätöksen, vaikka erosuunnitelmasta oli keskusteltu yhtiön johdon kesken jo kaksi kuukautta. Unionin tuomioistuimen arvioitavana oli kysymys siitä, milloin tieto oli riittävän täsmällistä muodostuakseen sisäpiiritiedoksi. Tuomioistuimen mukaan pitkäkestoisessa menettelyssä jokainen välivaihekin voi olla riittävän täsmällistä sisäpiiritietoa, joka siten olisi tullut myös julkistaa.

Unionin tuomioistuin totesi tapauksessa *Geltl v Daimler*, että MAD:n tavoitteena oli turvata markkinoiden luotettavuutta ja suojata sijoittajien luottamusta. Luottamusta vahvistaa tietojen viivytyksetön ja tasapuolinen julkistaminen. Jos pitkäkestoisen menettelyn välivaiheita

<sup>124</sup> DiNoia & Gargantini 2009, s. 13–14.

<sup>125</sup> MAD 6(3) artikla.

<sup>126</sup> Lau Hansen & Moalem 2009, s. 335–336 ja Kersting 2014, s. 17.

<sup>127</sup> U 59/2011 vp, s. 6–8. Samalla linjalla on lakivaliokunta, ks. LaVL 1/2012 vp, s. 4.

<sup>128</sup> EUT 28.6.2012, asia C-19/11, Markus *Geltl v Daimler AG*.

ei katsottaisi MAD:n 1 artiklan mukaisesti tarpeeksi täsmällisiksi muodostaakseen sisäpiiritietoa, ei tiedolle syntyisi myöskään julkistamisvelvollisuutta. Kyseisen tiedon haltijat olisivat edullisemmassa asemassa muihin nähden ja voisivat hyötyä tästä tiedosta, sillä myöskään käyttökiellot eivät aktivoituisi.<sup>129</sup> Näin ollen tuomioistuin asetti sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden ja sisäpiiritiedon käyttökiellon perusteeksi saman täsmällisyyskriteerin. On kuitenkin muistettava, että tuomioistuimen arvioitavana oli vain täsmällisyyskriteeri. Niinpä tuomioistuin ei ottanut kantaa muiden sisäpiiritiedon edellytysten täyttymiseen, joita ovat tiedon rahoitusväneliitännäisyys, julkistamattomuus ja olennaisuus.<sup>130</sup>

Eurooppalaisessa oikeuskirjallisuudessa katsotaan, että tuomioistuin vahvisti tapauksessa *Geltl v Daimler* sisäpiiritiedon yksiosaisen täyttymismallin.<sup>131</sup> Totta on, että tuomioistuin ei edes maininnut mahdollisuutta tulkita sisäpiiritietoa kaksiosaisen täyttymismallin mukaan. Tämä voi kuitenkin johtua tapauksen kontekstista, eli sillä että ennakkoratkaisupyyntöä pyysi saksalainen tuomioistuin. Saksan arvopaperimarkkinaoikeuden sääntely perustuu yhden pisteen mallille. Tuomioistuin ei sen sijaan ottanut lainkaan kantaa MAD:n määritelmädirektiivin epäjohton mukaisuuteen, joten on epäselvää, voidaanko tapauksesta vetää johtopäätös MAD:n samanlaisesta tulkinnasta kaikissa unionin jäsenvaltioissa.<sup>132</sup> Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa onkin todettu, että tapauksesta ei voida vetää johtopäätöksiä Suomen arvopaperimarkkinaoikeudesta.<sup>133</sup>

Tapauksen *Geltl v Daimler* on toisaalta myös katsottu olleen ristiriidassa Suomen arvopaperimarkkinalain mukaisen tulkinnan kanssa, sillä kansallisen lainsäädännön mukaan valmis-teilla olevia päätöksiä ei tarvinnut julkistaa.<sup>134</sup> Toisaalta Suomessa tapauksen *Geltl v Daimler* ei katsottu merkitsevän sitä, että sisäpiiritiedon syntyminen ja sen julkistamisvelvollisuus syntyisivät aina samanaikaisesti. Tulkintaongelman nähtiin koskevan vain tilanteita, jossa menettelyllä on useampi välivaihe.<sup>135</sup>

Tapauksen *Geltl v Daimler* on sanottu vaikuttaneen MAR:n lopulliseen muotoiluun. Kiistatonta on ainakin se, että MAR:n säädöstekstiin kirjattiin lopulta välivaiheiden mahdollisuus

---

<sup>129</sup> EUT 28.6.2012, asia C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, kohdat 33–35.

<sup>130</sup> *Krause & Brellochs* 2013, s. 286.

<sup>131</sup> *Hellgardt* 2013, s. 874.

<sup>132</sup> *Moloney* 2014, s. 732.

<sup>133</sup> *Kotiranta* 2014, s. 63–64, ks. myös *Lau Hansen* 2012, s. 10.

<sup>134</sup> *Häyrynen & Kajala* 2013, s. 176.

<sup>135</sup> *Parkkonen & Knuts* 2014, s. 162.

muodostua sisäpiiritiedoksi. Tämän säädösratkaisun on sanottu myös vahvistaneen näkemysten siitä, että sisäpiiritiedon käyttökielto ja julkistamisvelvollisuus ovat samanlaisia instrumentteja yksiosaisen mallin mukaisesti.<sup>136</sup> Seuraavassa esittelenkin MAR:n lähestymistavan muuttumista lainsäädäntöprosessin kuluessa.

### 3.2.6 MAR:n eri toteutusvaihtoehdot

MAR:n laadintavaiheessa ei ollut mitenkään itsestään selvää, että MAR tulisi perustumaan yhden pisteen mallille sisäpiiritiedon käyttökiellon ja julkistamisvelvoitteen osalta. Alkuperäisessä komission ehdotuksessa<sup>137</sup> mainittiin seuraavaa:

”Sisäpiiritietoa voidaan käyttää väärin ennen kuin liikkeeseenlaskija kuuluu julkistamisvelvoitteen piiriin. - - Tällaiset tiedot eivät kuitenkaan välttämättä ole riittävän täsmällisiä, jotta liikkeeseenlaskijan velvoitteena olisi julkistaa ne. Tällöin olisi sovellettava sisäpiiri-kaupan kieltoa, mutta liikkeeseenlaskijalle ei pitäisi asettaa velvoitetta julkistaa kyseiset tiedot.”

Sama toteama otettiin säädöstekstin johdanto-osaan. Tällä viitattiin komission ehdotuksen 6 artiklan 1 alakohdan e)-kohtaan, jolla sisäpiiritiedon määritelmää olisi laajennettu MAD:n mukaisesta määritelmästä. Sisäpiiritiedon käyttökiellon piiriin haluttiin nimittäin myös tieto, jota järkevästi toimiva sijoittaja ”pitäisi merkityksellisenä päätettäessä, minkälaisin ehdoin rahoitusvälinettä - - koskevat liiketoimet olisi toteutettava”. Kyseinen e)-kohta olisi merkinnyt sisäpiiritiedon kaksisosaista mallia, sillä julkistamisvelvollisuus ei ehdotuksen mukaan koskenut e)-kohdan mukaista tietoa.<sup>138</sup>

Sisäpiiritiedon määritelmän laajentaminen kaikenlaisen olennaisen tiedon kattavaksi sai paljon kritiikkiä osakseen.<sup>139</sup> Asetuksen teksti muovautuikin unionin toimielinten välisissä neuvotteluissa, ja unionin neuvoston vuotta myöhemmin tehdyssä ehdotuksessa kyseistä e)-kohdtaa ei enää ollut.<sup>140</sup> Niinpä myös johdanto-osan viittaus siihen, että sisäpiiritiedon edellytykset voivat täytyä ennen kuin tiedolle syntyy julkistamisvelvollisuus, oli poistettu eikä näin

<sup>136</sup> Lau Hansen 2012, s. 11.

<sup>137</sup> KOM(2011) 651 lopullinen, s. 10.

<sup>138</sup> KOM(2011) 651 lopullinen.

<sup>139</sup> Ks. esim. Deutsches Aktieninstitut 2012, s. 3–4, Krause & Brellochs 2013, s. 296–298 ja Hellgardt 2013, s. 874. Toista mieltä oli kuitenkin esimerkiksi Lau Hansen 2012, s. 9.

<sup>140</sup> Ks. myös Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR) – Progress Report ja Moloney 2014, s. 711.

ollen tullut lopulliseenkaan asetustekstiin.<sup>141</sup> Tämä jättää kuitenkin avoimeksi yhden kysymyksen: Tarkoittaako tämä, että sisäpiiritiedon määritelmä on sisällöltään sama sekä käytökieltojen että julkistamisvelvollisuuden osalta? Komissiohan nimenomaisesti tunnisti tarpeen siihen, että sisäpiiritiedon käyttö on kiellettyä ennen kuin julkistamisvelvollisuus syntyy.<sup>142</sup>

### 3.3 Yhteenveto

Tässä kappaleessa olen käsitellyt sisäpiiritiedon edellytyksiä ja sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta. Painotus on ollut etenkin siinä, ovatko edellytykset samat ja syntykö sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus samanaikaisesti kuin sisäpiiritieto syntyy.

Yhteenvetona yllä esitetystä voidaan todeta, että vanhan kansallisen oikeustilamme mukaan sisäpiiritieto syntyi ensin ja sen julkistamisvelvollisuus vasta myöhemmin. Tämä johtui siitä, että sisäpiiritiedolta edellytettävä täsmällisyysvaatimus oli korkeampi julkistamiskynnyksen täyttymisessä. Kansallinen kaksiosainen mallimme ei siis noudattanut MAD:n sanamuotoa, mutta toisaalta MAD:n määritelmädirektiivi jätti oikeustilan MAD:n osalta epäselväksi ja osin siksi mahdollisti nämä kansallisesti eriävät implementointiratkaisut.

MAR:n myötä epäjohdonmukaisuus sanamuotojen osalta on kuitenkin poistunut, ja nyt sisäpiiritieto tulee yksiselitteisesti julkistaa mahdollisimman pian. Sanamuotojen ehteneväisyys ei kuitenkaan poista sitä tosiasiaa, että historiallisesti sisäpiiritiedon on voitu nähdä olevan eri sisältöinen eri velvoitteiden osalta. Niinpä näennäisestä yksiselitteisyydestään huolimatta myös MAR:n aikainen oikeustila jättää tulkinnanvaraa, Seuraavassa kappaleessa käsittelen sitä, onko MAR:a tulkittava niin, että liikkeeseenlaskijaa suoraan koskeva sisäpiiritieto on aina julkistamisvelvollisuuden alaista sisäpiiritietoa myös Suomessa.

---

<sup>141</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) – General approach.

<sup>142</sup> *Veil & Koch* 2012, s. 14.

#### 4 Tulkinta

Lainopilliseksi tulkintaperiaatteeksi voidaan nähdä pyrkimys johdonmukaisuuteen, jonka mukaan ilmaisuille ei tule ilman perustelua antaa eri yhteyksissä eri merkitystä.<sup>143</sup> Sisäpiiritiedon käsite on sama sekä käyttökiellon että julkistamisvelvollisuuden säännöksissä. Seuraavassa tarkastelen perusteluita eri oikeuslähteistä käsin siihen, miksi sisäpiiritiedon käsitettä kuitenkin voitaisiin tulkita eri laajuisesti eri yhteyksissä. Kyse on lopulta teleologisesta tulkinnasta ja reaalista argumenteista, joihin luen oikeustaloustieteen.<sup>144</sup>

Arvopaperimarkkinoiden sääntely on toteutettu joustavilla normeilla, joiden tulkinnassa tarvitaan päämääräsuuntautunutta argumentaatiota, teleologista tulkintaa. Teleologinen tulkinta ottaa huomioon sääntelyn taustalla olevat tavoitteet ja oikeusperiaatteet. Kuten *Kotiranta* toteaa, teleologisella tulkinnalla ”pyritään selvittämään lain järkevää arvopaperimarkkinaoikeudellista tarkoitusta” eli pyrkimyksenä on lain sisällön selvittäminen markkinoiden luottamusta edistävästi. Toisaalta teleologinenkaan tulkinta ei saa johtaa rangaistusvastuun ennakoimattomaan laajenemiseen.<sup>145</sup>

Sisäpiirisääntelyn tulkintaan vaikuttavat samanaikaisesti arvopaperimarkkinaoikeudellinen tulkinta, eurooppaoikeudellinen tulkinta ja sanktio-oikeudellinen tulkinta. Nämä eivät ole välttämättä samansuuntaiseen lopputulokseen johtavia tulkintavaihtoehtoja. Esimerkiksi eurooppaoikeudellinen teleologinen tulkinta ja sanktio-oikeudellinen laillisuusperiaatteen mukainen tulkinta ohjaavat tulkintaa mahdollisesti eri suuntiin.<sup>146</sup> Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tulkinta voi perustua oikeustaloustieteen tehokkuusperiaatteen mukaiseen tulkintaan tai vaihtoehtoisesti tulkinnassa voidaan huomioida muita arvopaperimarkkinoiden tavoitteita.<sup>147</sup> Seuraavassa tarkastelen näitä eri tulkintasuuntauksia ja niiden vaikutusta.

Ensin tarkastelen sääntelyn taustalla olevia tavoitteita koko arvopaperimarkkinaoikeuden ja sisäpiirisääntelyn näkökulmasta. Tämä tarkoittaa oikeustaloustieteen tulkintavaikutusta sekä arvopaperimarkkinaoikeuden, sanktio-oikeuden ja eurooppaoikeuden tulkintavaikutusta.

---

<sup>143</sup> *Aarnio* 1982, s. 103.

<sup>144</sup> Ks. myös *Tolonen* 2003, s. 166. Toisaalta oikeustaloustieteen merkityksen kasvamisesta oikeuslähteenä ja siten sen käytöstä muunakin kuin reaalisen argumenttina on kirjoittanut esim. *Oker-Blom* 2009.

<sup>145</sup> *Kotiranta* 2014, s. 132–137.

<sup>146</sup> *Knuts* 2009, s. 668–705.

<sup>147</sup> Esimerkiksi *Knutsin* mukaan arvopaperimarkkinaoikeuden tulkintavaikutus on kuitenkin toissijainen markkinalähtöiseen tulkintaan verrattuna. Ks. *Knuts* 2011, s. 21.

Sen jälkeen keskityn sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden asettavan säännöksen tavoitteiden tarkasteluun. Vaikka kaiken sääntelyn tavoitteena voidaan nähdä tehokkuuden tavoittelu, on sisäpiirisääntelyssä valittu erilaisia keinoja sen saavuttamiseksi. Nämä keinot voidaan nähdä ikään kuin osatavoitteina, joiden mukaisesti säännöstä tulee myös tulkita.

#### 4.1 Oikeustaloustieteellinen tulkinta

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyä tarkasteltaessa tulee muistaa arvopaperimarkkinoiden perimmäinen tarkoitus: varojen allokointi mahdollisimman tehokkaasti ja mahdollisimman alhaisilla kustannuksilla. Tämä edellyttää, että markkinoilla toimivilla on informaatiota liikkeeseenlaskijoista, jotta varat sijoitetaan taloudellisesti kannattavimpiin kohteisiin.<sup>148</sup>

Täydellisesti toimivien markkinoiden ideaalissa liikkeeseenlaskijoilla olisi kannustimet tuottaa optimaalinen määrä informaatiota markkinoille vapaaehtoisesti. Tällöin kustannukset ja hyödyt jakautuisivat kaikista tehokkaimmin. Lainsäädäntöä kuitenkin tarvitaan, sillä markkinat ovat epätäydelliset ja niillä ilmenee markkinahäiriöitä. Toisaalta lainsäädännöllä voidaan nähdä olevan tarvetta myös ilman markkinoiden virheitä. Tällöin tavoitellaan oikeudenmukaisuutta omaisuuden uudelleenallokoinnilla.<sup>149</sup>

Oikeustaloustieteen roolista lainsäädännön tulkintavälineenä on käyty viime aikoina keskustelua.<sup>150</sup> Perinteisesti oikeustaloustieteellä on ollut vahvempi rooli *de lege ferenda* -tehtävässä eli tutkittaessa eri säädösvaihtoehtojen taloudellisia vaikutuksia.<sup>151</sup> Oikeustaloustiedettä voidaan kuitenkin käyttää sisäpiirisääntelyn tulkinnassa *de sententia ferenda* -tehtävässä eli voimassa olevasta lainsäädännöstä annetaan tulkintasuosituksia huomioimalla taloudelliset tehokkuusnäkökohdat.<sup>152</sup> Taloudellinen tehokkuus voidaankin nähdä arvopaperimarkkinaoikeuden sääntelyn taustalla vaikuttavana tavoitteena, jolloin myös taloustieteellisille perusteille tulee jättää sijaa. Esimerkiksi *Knuts* on tulkinnut sisäpiiritiedon määritelmää niin, että tulkintavaihtoehdoista valitaan se, joka toteuttaa paremmin taloudellista tehokkuutta.<sup>153</sup>

---

<sup>148</sup> Häyrynen 2006, s. 23.

<sup>149</sup> Healy & Palepu 2001, s. 411–412.

<sup>150</sup> Ks. esim. Mähönen 2004, Oker-Blom 2009.

<sup>151</sup> Mähönen 2004, s. 49.

<sup>152</sup> Kotiranta 2014, s. 91.

<sup>153</sup> Ks. *Knuts* 2011.



#### 4.1.1 Informaatioasymmetria

Yksi merkittävimmistä markkinoiden täydellisyyttä estävistä tekijöistä on informaatioasymmetria. Informaatioasymmetriaa voidaan havainnollistaa tunnetulla taloustieteen teorialla ”sitruunoiden markkinoista”. Tämä tarkoittaa, että markkinoilla on sekä huonoja että hyviä tuotteita. Informaatioasymmetrian takia näiden tuotteiden eroavaisuuksia on kuitenkin mahdollista havaita, jolloin samalla hinnalla ostetaan myös huonoja tuotteita. Tästä syntyy yhä useammalle myyjälle houkutin tarjota huonoja tuotteita hyvien hinnalla. Lopulta hyvät tuotteet saattavat hävitä markkinoilta kokonaan, sillä tuotteiden hintataso laskee niin alas, että hyviä tuotteita ei kannata enää valmistaa.<sup>154</sup>

Arvopaperimarkkinoilla informaatioasymmetria tarkoittaa sitä, että sijoittajat eivät voisi erottaa hyviä sijoituskohteita huonoista, jos liikkeeseenlaskijoilla ei olisi velvollisuutta julkistaa riittävästi tietoja. Sijoittajat sijoittaisivat varojaan myös huonoihin sijoituskohteisiin. Tämä aiheuttaisi epäluottamusta markkinoille ja johtaisi korkeampiin rahoituskustannuksiin, sillä korkeammalle riskille vaaditaan korkeampaa tuottoa. Hyvistäkin sijoituskohteista ei oltaisi valmiita maksamaan enempää kuin huonoista, jolloin hyvien sijoituskohteiden tarjonta loppuisi. Sekä varojen allokointi kannattamattomiin kohteisiin että kannattavien kohteiden poistuminen johtaa tehottomiin markkinoihin.<sup>155</sup>

Jos informaatioasymmetrian hyödyntäminen olisi sallittu, toimisivat markkinat siis tehottomasti. Toisaalta informaatioasymmetrian täydellinen poistaminen ei välttämättä olisi tehokasta, sillä sääntelystä aiheutuu aina kustannuksia.<sup>156</sup> Lisäksi tavoitteena ei voi olla markkinariskin täydellinen poistaminen, vaan vain oikeudeton tiedollisen etumatkan hyödyntäminen.<sup>157</sup> Tehokkuus ei siis synny siitä, että pyritään poistamaan informaatioasymmetria täysin.

Liikkeeseenlaskijalle syntyy informaatiokustannuksia siitä, että se joutuu julkistamaan tietoja. Toisaalta sijoittajalle syntyy kustannuksia siitä, että se joutuu prosessoimaan tätä tietoa. Tämä lisäinformaatio ei välttämättä kasvata hyötyä samassa suhteessa.<sup>158</sup> Kaiken lisäksi

---

<sup>154</sup> *Akerlof* 1970.

<sup>155</sup> Informaatioasymmetrian teoriaa arvopaperimarkkinoilla esittelee muun muassa *Häyrynen* 2006, s. 40–41 ja *Härkönen* 2013, s. 76–77.

<sup>156</sup> *Häyrynen* 2006 a, s. 28–29, 36 ja *Häyrynen* 2009, s. 43.

<sup>157</sup> *Häyrynen* 2006 b, s. 629.

<sup>158</sup> *Knuts* 2011, s. 23.

sääntelyn noudattamisesta syntyy valvontakustannuksia, mutta ilman uskottavaa valvontaa ei saavuteta markkinoiden luottamusta.<sup>159</sup> Tehokkuus saattaa siis edellyttää suppeampaa sääntelyä. Edellä mainittuja transaktiokustannuksia kasvattaa omalta osaltaan epäselvä lainsäädäntö sekä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden erilaiset sääntelyt.<sup>160</sup>

#### 4.1.2 Tehokkuus ja oikeudenmukaisuus

Yllä esitetyn markkinoiden tehokkuuden turvaamisen lisäksi sisäpiirisääntelyä voidaan perustella myös pyrkimyksellä oikeudenmukaisuuteen. Etuoikeutetun sisäpiiriläisen aseman hyväksikäyttö voidaan nähdä moraalittomana. Lisäksi lainsäätäjällä voidaan nähdä olevan pyrkimys tasoittamaan markkinatoimijoiden epätasa-arvoa suojelemalla heikompaa osapuolta eli piensijoittajaa.<sup>161</sup>

Oikeudenmukaisuutta voidaan tarkastella myös mikronäkökulmasta: sisäpiiritiedon väärinkäytöllä rikotaan osapuolten välinen luottamussuhde.<sup>162</sup> Arvopaperimarkkinoiden ”perinteisen” suojeluobjektin, makronäkökulman, rinnalle voidaan nostaa yksilöllisten intressien suojaaminen. Yksilöllisiä intressejä ei voi selittää oikeustaloustieteen teorioilla. Taloustieteellisille argumenteille voidaan kuitenkin antaa suurempi painoarvo aineellista oikeutta tulkittaessa. Sitä vastoin arvopaperimarkkinarikoksia arvioitaessa perusoikeuksilla ja yksilöllisillä oikeuksilla tulisi olla suurempi merkitys.<sup>163</sup>

Myös *Huovinen* muistuttaa, että arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä pyritään yleisön luottamuksen lisäksi myös yksittäisten sijoittajien suojaamiseen. Hänen mukaansa myös jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhtenä pyrkimyksenä on suojata yksittäistä sijoittajaa. Toisaalta liikkeeseenlaskijan omaisuutta, eli tietoa, tulee suojata. Niinpä arvopaperimarkkinoilla oikeudenmukaisuus edellyttää näiden kahden oikeuden tasapainottamista.<sup>164</sup>

Mikronäkökulma ja makronäkökulma liittyvät yhteen. Esimerkiksi *Knuts* toteaa arvopaperimarkkinoiden toiminnan perustuvan toimijoiden toimintavapauden kunnioittamiseen.<sup>165</sup>

---

<sup>159</sup> *Häyrynen* 2009, s. 43. Sisäpiirisääntelyn kritiikistä tarkemmin ks. *Kurenmaa* 2003, s. 28–31.

<sup>160</sup> *Härkönen* 2013, s. 22.

<sup>161</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 32–33.

<sup>162</sup> *Moloney* 2014, s. 701.

<sup>163</sup> *Kotiranta* 2014, s. 92–99.

<sup>164</sup> *Huovinen* 2004, s. 4, 351–354, 360.

<sup>165</sup> *Knuts* 2011, s. 13.

Hän määrittää toimintavapauden osapuolten vapaudeksi hyödyntää tietoa ja näin ollen siirtää tietoa rahoitusvälineen kurssiin. Tämä toteuttaa tehokkaiden markkinoiden ideaalia.<sup>166</sup> Toisaalta yhteisen edun vuoksi on välttämätöntä rajoittaa yksilöiden vapautta. Yksilöiden on suhteutettava toimintansa yhteiseen etuun.<sup>167</sup> *Kotirantakin* painottaa vapauden mukanaan tuomaa vastuuta: toimijoilla on vapauden vastinparina vastuu huolehtia markkinoiden toimivuudesta eli myös muiden toimijoiden oikeuksien toteutumisesta.<sup>168</sup> Tällöin myös sisäpiirisääntely voitaisiin nähdä markkinoiden toimivuutta turvaavana järjestelmänä eikä perusoikeuksia rajoittavana.<sup>169</sup>

Oikeudenmukaisuus on siis tehokkuuden ohella yksi arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteista. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välille muodostuu jännite, sillä tehokkaat markkinat edellyttävät suppeaa sääntelyä, joka kannustaa toimijoita hankkimaan ja prosessoimaan tietoa. Sitä vastoin oikeudenmukaisuus edellyttää sääntelyä ja oikeudettoman tiedollisen etumatkan, eli sisäpiiritiedon, hyödyntämiskieltoa.<sup>170</sup>

Oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin todettu, että oikeudenmukaisuutta ja taloudellista tehokkuutta ei tule nähdä toisilleen vastakkaisina.<sup>171</sup> Markkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Nämä kaksi käsitettä liittyvät toisiinsa. Puolueettomilla markkinoilla kaikilla sijoittajilla on samanlaiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen arvopapereita koskevaa tietoa. Tehokkuus syntyy siitä, että nämä tiedot heijastuvat arvopapereiden hintoihin ja ohjaavat siis sijoittamaan kannattavimpiin yrityksiin.<sup>172</sup> Tehokkaat markkinat edellyttävät siis myös luottamusta markkinoiden oikeudenmukaisuuteen, koska epäoikeudenmukaiseksi koetut markkinat vähentävät tai rajoittavat vaihdantaa. Näin ollen tehokkuuden saavuttamiseksi tarvitaan myös sääntelyä, joka turvaa oikeudenmukaisuutta ja toimijoiden yhdenvertaisuutta.<sup>173</sup>

---

<sup>166</sup> On kuitenkin huomattava, että tehokkaat markkinat ovat ideaalimalli, joka perustuu oletukselle toimijoiden rationaalisuudesta. Ks. esim. *Tolonen* 2003, s. 165–166.

<sup>167</sup> *Huovinen* 2004, s. 5.

<sup>168</sup> *Kotiranta* 2014, s. 92, 222.

<sup>169</sup> *Kotiranta* 2014, s. 222. Yksilöiden oikeussuojan tarvetta arvopaperimarkkinoilla on myös korostanut *Noros* 2009, s. 69.

<sup>170</sup> *Knuts* 2011, s. 16–18.

<sup>171</sup> Ks. esim. *Kotiranta* 2014, s. 73, *Huovinen* 2004, s. 58 ja *Häyrynen* 2009, s. 39.

<sup>172</sup> HE 157/1988, s. 3.

<sup>173</sup> *Knuts* 2011, s. 19–20.

*Kotirannan* mukaan arvopaperimarkkinoiden suojeluobjekti on nimenomaan markkinoiden luottamus. Tämä saavutetaan riittävän tehokkailla, säännellyillä ja oikeudenmukaisilla markkinoilla. Kuitenkin sääntelyn tai oikeudenmukaisuuden lisääminen tehokkuuden kustannuksella johtaisi myös liian alhaiseen markkinoiden tehokkuuteen. Siksi tavoitteena on optimipiste, jossa nämä kolme tekijää ovat tasapainossa ja markkinoiden luottamus saavutetaan parhaiten.<sup>174</sup>

Yhteenvedona voidaan todeta, että sääntelyn taustalla toimiva ideaali mahdollisimman tehokkaista markkinoista tarkoittaa toimivia markkinoita. Markkinat ovat toimivat vain silloin kun ne pitävät yllä sijoittajien luottamusta. Tämä tarkoittaa luottamusta makrotasolla tehokkaasti toimiviin markkinoihin sekä mikrotasolla oikeudenmukaisiin markkinoihin. Sisäpiiritiedon väärinkäytön on todettu heikentävän markkinoiden luottamusta vahvasti. Sen sijaan liikkeeseenlaskijan tiedon oikea-aikainen julkistaminen lisää markkinoiden luottamusta. Täten jatkuva tiedonantovelvollisuus kytkeytyy vahvasti markkinoiden luottamuksen ylläpitoon.<sup>175</sup>

#### 4.1.3 Oikeustaloustieteen kritiikkiä

Kuten todettu, arvopaperimarkkinoiden tausta huomioon ottaen on perusteltua, että oikeudellisessa tulkinnassa käytetään taloustieteellisiä perusteluja.<sup>176</sup> Kuitenkaan taloudellinen todellisuus ei voi olla oikeudellisten normien kanssa täysin liitoksissa, sillä oikeussäännöillä ohjataan taloudellista toimintaa. Jos oikeussäännöt perustuisivat täysin taloudelliseen todellisuuteen, ei niillä kyettäisi ohjaamaan toimintaa, vaan pelkästään vahvistettaisiin olemassa olevaa asiantilaa.<sup>177</sup>

Lisäksi kustannusten ja hyötyjen kvantitatiivinen arviointi on lähes mahdotonta. Etenkin hyödyt voivat olla sellaisia, että niitä ei voida kvantitatiivisesti mitata.<sup>178</sup> Markkinoiden luottamus voidaankin nähdä tasapainotilana, joka ei ole absoluuttinen eikä laskettavissa. Siksi

---

<sup>174</sup> *Kotiranta* 2014, s. 79.

<sup>175</sup> *Kotiranta* 2014, s. 78.

<sup>176</sup> Ks. esim. *Knuts* 2011, s. 114.

<sup>177</sup> *Pöyhönen* 2000, s. XI, 5, 19.

<sup>178</sup> *Häyrynen* 2006, s. 36.

tiedonantovelvollisuutta ei voida tarkastella vain kustannusten ja hyötyjen välisenä suhteena. Painoarvoa voidaan antaa myös pehmeille arvoille.<sup>179</sup>

Vaikka arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tulkinnassa otettaisiin huomioon taloustieteellisiä perusteluja, ei näistä yksinään löydetä ratkaisua tulkintatilanteessa, sillä ei ole mahdollista muodostaa laskentakaavaa, joka kertoisi optimaalisen sääntelyn tason. Tehokkuutta toteuttavat monet jopa erisuuntaiset tavoitteet. Esimerkiksi tiedonantovelvollisuudella voidaan tavoitella niin liikkeeseenlaskijan, sijoittajien kuin markkinoidenkin suojaamista. Markkinoiden luottamuksen lisäksi sisäpiirisääntely turvaa liikkeeseenlaskijan oikeuksia, sillä sisäpiiritiedon väärinkäyttö vaikuttaa tämän rahoitusvälineen arvoon. Toisaalta tieto voidaan nähdä varallisuusoikeudellisena etuna.<sup>180</sup> Lainsäädäntöratkaisut ovat aina enemmän tai vähemmän arvovalintoja. Niinpä sääntelyssä voidaan päätyä erilaisiin ratkaisuihin riippuen siitä, ketä markkinatoimijoista suojataan.

Näillä perusteilla voidaan todeta, että oikeustieteellistä päätöksentekoa ei voida siirtää taloustieteilijöille.<sup>181</sup> Siksi teleologisen tulkinnan avuksi on etsittävä muitakin perusteita. Ensin käsitellen oikeusperiaatteiden vaikutusta tulkintaan. Huomioon on kuitenkin myös otettava lainsäätäjän tekemät valinnat siitä, millä tavoin markkinoiden toimivuutta pyritään turvaamaan ja täten pyrkimään taloudelliseen tehokkuuteen. Siksi tulkinnassa ratkaisevassa asemassa voivat olla yksittäisen normin tavoitteet.<sup>182</sup> Niinpä oikeusperiaatteiden käsittelyn jälkeen tarkastelen sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuussäännökselle asetettuja tavoitteita.

## 4.2 Oikeusperiaatteet

Sisäpiirisääntely on aukollista, sillä se jättää sallitun ja kielletyn toiminnan väliin harmaan alueen. Tällä harmaalla alueella toiminta ei ole kiellettyä, mutta se on moitittavaa ja vähentää luottamusta markkinoihin.<sup>183</sup> *Kotirannan* mukaan tällaisessa avoimessa sääntelyssä oikeusperiaatteilla, sääntelyn taustalla olevilla arvoilla sekä sääntelyn tavoitteilla on suuri merkitys.

---

<sup>179</sup> *Huovinen* 2004, s. 120.

<sup>180</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 34–41.

<sup>181</sup> *Knuts* 2011, s. 114.

<sup>182</sup> *Häyrynen* 2006, s. 70.

<sup>183</sup> *Huovinen* 2004, s. 56.

Ratkaisua ei tule rakentaa yhden periaatteen, kuten markkinoiden tehokkuusperiaatteen, vaaraan, vaan tilannetta tulee arvioida kokonaisuutena periaatteita tasapainottaen.<sup>184</sup> Taloustieteellisen, tehokkuusperiaatetta korostavan näkökulman lisäksi tarvitaan täydentäviä tulkintavälineitä. Esimerkiksi perusoikeusnäkökulmat ja varallisuus oikeudelliset periaatteet voisivat toimia tällaisina täydentävinä argumentteina.<sup>185</sup>

Oikeusperiaatteilla on vakiintunut asema oikeuslähteenä.<sup>186</sup> Periaatteilla on vaikutusta myös arvopaperimarkkinaoikeuden tulkinnassa. Edellä on jo tuotu esiin arvopaperimarkkinaoikeuden keskeiset kaksi periaatetta: tehokkuus ja oikeudenmukaisuus. Molemmilla pyritään toimiviin markkinoihin.<sup>187</sup> Esimerkiksi *Knutsin* markkinalähtöinen laintulkintametsodi yhdistää tehokkuusperiaatteen ja oikeudenmukaisuusperiaatteen. *Knutsin* markkinalähtöisessä tulkinnassa näille periaatteille annetaan keskeinen asema sisäpiirisääntelyyn liittyvien laintulkintaongelmien ratkaisemisessa.<sup>188</sup> Myös *Kotiranta* myös peräänkuuluttaa oikeusperiaatteiden käyttömahdollisuuksien tunnistamista arvopaperimarkkinaoikeuden tulkintatilanteissa.<sup>189</sup>

Oikeusperiaatteiden ja oikeussääntöjen ero ei ole selvä, mutta periaatteille tyypillistä on väljempi voimassaolo, joustavampi soveltaminen sekä erilainen institutionaalinen tuki kuin oikeussäännöillä.<sup>190</sup> Arvopaperimarkkinoiden sääntely on oikeuden pintatasoa, joka heijastelee poliittisia valtasuhteita ja kompromisseja, nykyään Euroopan unionin tasolla. Voimassa oleva sääntely ei ole absoluuttisesti oikeaa, vaan sisältää arvojen perusteella muodostetun näkemyksen siitä, mihin sääntelyllä tulisi pyrkiä. Oikeusperiaatteet toimivat sen sijaan syvemmällä tasolla, sillä ne eivät synny lainsäädäntöprosessissa, politiikan tuloksena.<sup>191</sup>

---

<sup>184</sup> *Kotiranta* 2014, s. 172–173.

<sup>185</sup> *Kotiranta* 2014, s. 271.

<sup>186</sup> *Tolonen* 2003, s. 39–44.

<sup>187</sup> *Kotiranta* 2014, s. 199.

<sup>188</sup> *Knuts* 2011, s. 5, 21.

<sup>189</sup> *Kotiranta* 2014, s. 191.

<sup>190</sup> *Tolonen* 2000, s. 60–61.

<sup>191</sup> *Kotiranta* 2014, s. 174–175.

#### 4.2.1 Arvopaperimarkkinaoikeuden periaatteet

Edellä on todettu, että osapuolten toimintavapaus tarkoittaa myös muiden osapuolten etujen huomioon ottamista, jotta markkinat olisivat toimivat. Tämän voidaan nähdä liittyvän yleiseen varallisuus oikeudelliseen lojaliteettiperiaatteeseen.<sup>192</sup> Lojaliteettiperiaate, tai tarkemmin sanottuna lojaliteettivelvollisuus, liittyy läheisesti hyvään tapaan.<sup>193</sup> Hyvä tapa on myös kirjoitettu kansalliseen arvopaperimarkkinalakiin.<sup>194</sup> Tämän yleissäännöksen on nähty olevan oikeusperiaate.<sup>195</sup> Joustavalle periaatesäännökselle nähtiinkin tarvetta, sillä nopeasti kehittyvillä markkinoilla ei ole mahdollista luoda yksityiskohtaisia säännöksiä, jotka kattaisivat kaikki tilanteet.<sup>196</sup>

Hyvään tapaan liittyy läheisesti myös kieltö antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.<sup>197</sup> Tämä koskee myös jälkimarkkinoilla annettavia tietoja, eli myöskään sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta täytettäessä ei saada antaa harhaanjohtavia tietoja. Lain esitöiden mukaan tieto voi olla harhaanjohtavaa esimerkiksi puutteellisuutensa vuoksi.<sup>198</sup> Arvopaperimarkkinaoikeuden normeja tulisi tulkita sopusoinnussa tämän tavoitteen kanssa.<sup>199</sup> Tällä perusteella sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden tulisi tulkita koskevan vasta tarpeeksi täsmällistä tietoa, jotta puutteelliset tiedot eivät muodostuisi harhaanjohtaviksi. Ongelma syntyy kuitenkin siitä, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus on asetettu unionin lainsäädännössä, kun taas harhaanjohtavuuden kieltö perustuu kansalliseen säännökseen.

Perusoikeuksien merkityksen kasvusta huolimatta perusoikeuksia ei ole käytetty sisäpiirisääntelyn tulkintaratkaisuja perusteltaessa. On kuitenkin huomattava, että arvopaperimarkkinoiden sääntelyllä on vahva liityntä perusoikeuksiin. Tieto voidaan nähdä omaisuutena, jolle syntyy varallisuusarvoa kun sitä käytetään hyväksi kaupankäynnissä. Niinpä sisäpiirisääntely vaikuttaa omaisuudensuojaan, sillä sisäpiirisääntelyllä rajoitetaan tiedon eli omaisuuden vapaata käytettävyyttä.<sup>200</sup>

---

<sup>192</sup> Huovinen tarkastelee myös sijoittajien perusteltuja odotuksia sekä yhtiöoikeudellista lojaliteettiperiaatetta, ks. Huovinen 2004, s. 293–297 ja 341–348.

<sup>193</sup> Mähönen 2000, s. 134.

<sup>194</sup> AML 1:2.

<sup>195</sup> Kotiranta 2014, s. 182.

<sup>196</sup> HE 32/2012, s. 96. Toisaalta hyvä tapa saa merkityssisältönsä paljolti itsesääntelystä.

<sup>197</sup> AML 1:3.

<sup>198</sup> HE 32/2012, s. 97.

<sup>199</sup> Kotiranta 2014, s. 195.

<sup>200</sup> Kotiranta 2014, s. 207.

Toimivien markkinoiden voidaan myös sanoa olevan perusoikeus.<sup>201</sup> Tällöin perusoikeuksien eli oikeuden toimiviin markkinoihin voidaan nähdä edellyttävän järjestelmää, joka estää informaatioasymmetrian väärinkäyttöä. Toisaalta yhteisöllisten tavoitteiden, eli yleisen markkinoiden luottamuksen, lisäksi painoarvoa tulisi antaa myös yksilöllisemmille perusoikeuksille.<sup>202</sup> Esimerkiksi *Häyrynen* tuo esille yksilöllisten oikeushyvien suojaamisen eli sijoittajien omaisuudensuojan.<sup>203</sup> Toisaalta myös liikkeeseenlaskijalla olevan tiedon voidaan nähdä olevan informaatiovarallisuutta, jolloin omaisuudensuojan perusteella osa voidaan jättää julkistamatta.<sup>204</sup> Julkistamisvelvollisuuden voidaankin nähdä olevan intressipunnintaa liikkeeseenlaskijan omaisuudensuojan ja sijoittajien suojan välillä.<sup>205</sup>

#### 4.2.2 Laillisuusperiaate

Rikosoikeudellisella sääntelyllä pyritään suojaamaan markkinoiden luottamusta.<sup>206</sup> Sanktio-oikeudella on vahva merkitys sisäpiirisääntelyn tulkinnassa, sillä rikoslaisissa säädetyt arvopaperimarkkinarikokset perustuvat arvopaperimarkkinalain ja MAR:n määritelmiin.<sup>207</sup> Esimerkiksi arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos täyttyy silloin, kun MAR 17 artiklan mukainen velvollisuus julkistaa sisäpiiritieto on jätetty täyttämättä.<sup>208</sup> Tällöin MAR:n mukaisen julkistamisvelvollisuuden tulkinnalla on ratkaiseva merkitys rikoksen tunnusmerkistön täyttymistä arvioitaessa.

Sanktio-oikeudellinen ulottuvuus tarkoittaa sitä, että sisäpiirisääntelyn tulkintaa rajoittaa laillisuusperiaate. Laillisuusperiaate sisältää vaatimuksen kirjoitetusta laista, analogiakielon, taannehtivan rikoslain kiellon sekä epätäsmällisyyskiellon. Tässä tilanteessa merkittävistä näistä on epätäsmällisen rangaistussäännöksen kieltö.<sup>209</sup> Tällöin laillisuusperiaate edellyttää tulkintaa, joka johtaa ennakoitavaan lopputulokseen. Teleologinen tulkinta ei saa heikentää sääntelyn ennakoitavuutta ja täten toimijoiden oikeusvarmuutta.<sup>210</sup> Sisäpiirisääntelyn osalta

---

<sup>201</sup> *Pöyhönen* 2000, s. 82.

<sup>202</sup> *Kotiranta* 2014, s. 212–214.

<sup>203</sup> *Häyrynen* 2009, s. 39.

<sup>204</sup> *Huovinen* 2004, s. 354.

<sup>205</sup> *Häyrynen & Kajala* 2013, s. 170.

<sup>206</sup> *Kotiranta* 2014, s. 103.

<sup>207</sup> Rikoslaki (39/1889), 51 luku.

<sup>208</sup> Rikoslaki 51:5.

<sup>209</sup> *Kotiranta* 2014, s. 225.

<sup>210</sup> *Häyrynen* 2009, s. 49.



toimijoiden oikeusvarmuus edellyttää laillisuusperiaatteen mukaisesti sitä, että toimijat voivat kohtuudella ennakoida sisältääkö heidän toimintansa kielletyn teon. Niinpä toimijoiden tulee voida kohtuudella arvioida täyttääkö tieto sisäpiiritiedon tunnusmerkit ja kohdistuuko siihen julkistamisvelvollisuus.<sup>211</sup>

Laillisuusperiaate voitaisiin liittää vain sisäpiiritiedon rikosoikeudelliseen tulkintaan. Kuitenkaan ei ole perusteltua tulkita samaa säännöstä eri tavoin riippuen siitä, onko kyseessä sisäpiiritiedon väärinkäyttö taikka julkistamisvelvollisuuden laiminlyönti rikosoikeudellisenä sanktiona vaiko siviilioikeudellisena seuraamuksena.<sup>212</sup> Niinpä sisäpiiritiedon määritelmää tulee tulkita sanamuotonsa mukaisesti. Lisäksi laillisuusperiaatteen on sanottu rajoittavan käytettävissä olevia oikeuslähteitä.<sup>213</sup> Vaikka laillisuusperiaatetta toteuttava tulkinta estää säännösten laajentavan tulkinnan yksilön vahingoksi, se ei estä supistavaa tulkintaa. Niinpä sisäpiirisääntelyä tulkittaessa laillisuusperiaatteen mukainen tulkinta on sääntelyn tulkinnan uloin raja. Muilla tulkintakeinoilla voidaan kuitenkin päätyä, yksilön vastuuta rajoittavaan, suppeampaan tulkintaan.<sup>214</sup>

Näillä perusteilla voidaan siis todeta, että laillisuusperiaate ei rajoita sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden tulkintaa. Julkistamisvelvollisuus perustuu nimenomaan sisäpiiritiedon käsitteeseen. Tulkinnan avulla pohditaan sitä, voitaisiinko sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta tulkita kuitenkin tätä sanamuotoa suppeammin. Laillisuusperiaatteen ei katsota estävän tällaista supistavaa tulkintaa. Lisäksi on laillisuusperiaate edistää omalta osaltaan tehokkuutta, sillä sääntelyn ennakoitavuus vähentää selonottokustannuksia. Sitä vastoin sääntelyn ennakoimattomuus voi jopa vähentää toimijoiden halukkuutta osallistua markkinoille.<sup>215</sup>

#### 4.2.3 Eurooppaoikeuden periaatteet

Huomioitavaa on, että sisäpiirisääntely ja sääntelyn tavoitteet tulevat nyt Euroopan unionin tasolta, sillä sääntely perustuu unionin asetukseen, joka ei jätä sijaa mahdollisesti kansallisesti eroaville tavoitteille. Eurooppaoikeuden lojaliteettiperiaatteen mukaisesti jäsenvaltion

---

<sup>211</sup> Häyrynen 2007, s. 838.

<sup>212</sup> Kotiranta 2014, s. 107.

<sup>213</sup> Kurenmaa 2003, s. 71.

<sup>214</sup> Knuts 2011, s. 11–12.

<sup>215</sup> Häyrynen 2007, s. 838–839.

tulee nimittäin toteuttaa kaikki toimenpiteet, jotka ovat aiheellisia unionin säädösten toteuttamiseksi sekä pidättäytyä toimenpiteistä, jotka vaarantaisivat unionin tavoitteet.<sup>216</sup> Lisäksi etusijaperiaatteesta seuraa, että eurooppaoikeuden kanssa ristiriitaisen kansallisen normin soveltaminen on kiellettyä.<sup>217</sup> Sisäpiirisääntelyä tulkittaessa huomioon on otettava Euroopan unionin tuomioistuimen ennakkoratkaisut, Euroopan unionin oikeusperiaatteet, perusoikeudet ja perusvapaudet.

Eurooppaoikeudellisessa laintulkinnassa periaatteilla onkin suuri merkitys.<sup>218</sup> Lisäksi perusoikeuksien merkitys on kasvanut unionin oikeudessa etenkin Euroopan unionin perusoikeuskirjan myötä.<sup>219</sup> MAR:n yhteydessä ei ole nimenomaisesti perusoikeuksia mainittu, mutta MAD II -direktiivin johdanto-osassa perusoikeudet, kuten laillisuusperiaate ja elinkeinonvapaus on huomioitu.<sup>220</sup> Voidaankin todeta, että useimmat edellä esiteltyt kansalliset oikeusperiaatteet ja perusoikeudet ovat samoja eurooppaoikeuden periaatteiden ja perusoikeuksien kanssa.

Unionin oikeutta tulkittaessa tulee ottaa huomioon Euroopan unionin tuomioistuinten oikeuskäytäntö, perussopimukset sekä sekundaarinormit, mutta tärkeää on myös ymmärtää näiden välinen vuorovaikutus. Euroopan unionin tuomioistuin nojaa ratkaisuisaan pitkälti teleologiseen tulkintaan. Normeja tulkitaan unionin tuomioistuimessa sekä yhdenmukaisesti primäärioikeuden kanssa että osana lainsäädännön kokonaisuutta.<sup>221</sup> Unionin tuomioistuinten ratkaisuja voidaan pitää käytännössä sitovina, vaikka ennakkoratkaisu sinänsä sitookin vain sitä pyytäneyttä tuomioistuinta.<sup>222</sup>

Perussopimuksen mukaan unionin perusvapauksiin kuuluu tavaroiden, henkilöiden, palvelujen ja pääomien vapaa liikkuvuus.<sup>223</sup> Sekundaarinormit konkretisoivat perussopimusten periaatteita ja tavoitteita.<sup>224</sup> Myös MAR:lla on liittyviä unionin primäärioikeuteen. MAR:n

---

<sup>216</sup> Euroopan unionista tehty sopimus 4(3) artikla.

<sup>217</sup> *Ojanen* 2016, s. 87–88.

<sup>218</sup> *Raitio* 2016, s. 195.

<sup>219</sup> Voidaan jopa puhua eurooppalaisen yksityisoikeuden konstitutionalisoinnista, ks. *Cherednychenko & Reich* 2015, s. 798–799.

<sup>220</sup> MAD II-direktiivi johdanto-osa 27 kohta.

<sup>221</sup> *Raitio* 2016, s. 186–187.

<sup>222</sup> *Raitio* 2016, s. 198–199.

<sup>223</sup> Euroopan unionin toiminnasta tehty sopimus 26(2) artikla.

<sup>224</sup> *Raitio* 2016, s. 203.

antamista asetuksen muodossa perustellaan nimenomaan sisämarkkinoiden toiminnan parantamisella.<sup>225</sup> MAR:n tavoitteena on myös poistaa jäljellä olevat kaupan esteet ja kansallisen lainsäädännön eroista johtuvat merkittävät kilpailun vääristymät sekä ennaltaehkäistä tällaisten syntymistä.<sup>226</sup>

Jo aikaisemmin MAD on vaikuttanut kansalliseen lainsäädäntöömme tulkintavaikutuksen nojalla.<sup>227</sup> Nykyään vaikutus on vahvempi, sillä kansallinen lainsäädäntöemme ei voi enää poiketa MAR:n säännöksistä. MAR jättää kuitenkin yhä tulkinnanvaraa useiden käsitteiden osalta.<sup>228</sup> Esimerkiksi Krause & Brellochs ovat kiinnittäneet huomiota siihen, että yhteisten säännösten laatiminen ei ole riittävää, jos niiden ohella ei kehitetä yhteistä näkemystä näiden säännösten tulkinnasta. Vaikka heidän huolensa koskeekin järkevän sijoittajan testin harmonisointia, voidaan näkemys perustellusti liittää myös sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen.<sup>229</sup>

Yhteenvetona eurooppaoikeuden vaikutuksesta voidaan sanoa, että MAR:n pyrkimys sisäpiirisääntelyn harmonisointiin edellyttää sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden yhtenäistä tulkintaa koko unionin alueella, jossa otetaan huomioon ensisijaisesti unionin asettamat tavoitteet sääntelylle. Niinpä MAR:n tavoitteilla ja taustalla olevilla eurooppaoikeuden periaatteilla on merkitystä MAR:n säännöksiä tulkittaessa. Seuraavassa huomio kohdistetaan siihen, millaisia tavoitteita MAR:n julkistamisvelvollisuutta koskevalle säännökselle osana koko sisäpiirisääntelyä on annettu.

#### 4.3 Tiedonantovelvollisuuden tavoitteet

Teleologisella tulkinnalla pyritään selvittämään säännöksen edistämiä tavoitteita.<sup>230</sup> Kuten yllä on todettu, markkinoiden tehokkuuteen voidaan pyrkiä erilaisilla sääntelyratkaisuilla, joita ei välttämättä voida mitata kvantitatiivisesti. Yllä esitetyt tavoitteet ja periaatteet ovat liittyneet arvopaperimarkkinasääntelyn yleisiin tavoitteisiin. Teleologista tulkintatapaa käy-

---

<sup>225</sup> KOM(2011) 651 lopullinen, s. 6.

<sup>226</sup> MAR johdanto-osa 5 kohta.

<sup>227</sup> Direktiivien tulkintavaikutuksesta ks. *Raitio* 2016, s. 239–243.

<sup>228</sup> *Siems & Nelemans* 2012, s. 198.

<sup>229</sup> *Krause & Brellochs* 2013, s. 299.

<sup>230</sup> *Kurenmaa* 2003, s. 73.

tettäessä onkin otettava huomioon koko arvopaperimarkkinoita koskevien päämäärien lisäksi yksittäisten säännösten tavoitteet.<sup>231</sup> Niinpä seuraavassa tarkastelen sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden tavoitteita. Toisaalta ei saa unohtaa säännöksen asemaa osana koko arvopaperimarkkinasääntelyä sekä osana sisäpiirisääntelyä, johon kuuluvat sisäpiiritiedon käyttökiellot, markkinoiden manipuloinnin kieltäminen sekä tiedonantovelvollisuus.<sup>232</sup>

*Huovinen* on jakanut tiedonantovelvollisuuden tavoitteet viiteen, joita ovat sijoittajien suojelutavoite, tietojen hankkimiskustannusten alentamistavoite, riittävien ja oikeiden tietojen tavoite, virheellisten tietojen estämisen tavoite sekä markkinoiden tehostamistavoite.<sup>233</sup> *Häyrynen* yhdistää nämä tavoitteet kolmeen: sijoittajansuoja ja hinnanmuodostuksen turvaaminen, joilla pyritään tehokkuuteen.<sup>234</sup> Näistä tavoiteluokituksista voidaan nähdä, että tiedonantovelvollisuudella on nähty olevan erisuuntaisia tavoitteita.

MAR:n myötä tiedonantovelvollisuuden tavoitteet on asetettu unionin tasolla. Koska sisäpiiritiedon määritelmää käytetään sekä käyttökieltojen että julkistamisvelvollisuuden perustana, on sisäpiiritiedon määritelmällä kaksi eri tehtävää. Sisäpiiritiedon käsitteellä kuvataan tietoja, joita ei saa käyttää hyväkseen kaupankäynnissä sekä tietoja, jotka tulee julkistaa.<sup>235</sup> Jäljempänä kuitenkin huomataan, että myös itse julkistamisvelvollisuudella on kaksi eri tavoitetta: sisäpiiritiedon väärinkäytön estäminen ja ajantasaisen tiedon saattaminen markkinoille.

#### 4.3.1 Tavoitteena informaatioasymmetrian poistaminen

Kuten todettu, informaatioasymmetria haittaa markkinoiden tehokasta toimintaa. Informaatioasymmetrian haitallisia vaikutuksia voidaan poistaa arvopaperimarkkinoilla kolmella tavoin<sup>236</sup>: jakamalla tietoa myös niille, joilla sitä ei ole, kieltämällä tiedollisen etumatkan käyttö, sekä kieltämällä markkinoiden manipulointi. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena

---

<sup>231</sup> *Häyrynen* 2006, s. 69.

<sup>232</sup> *Knuts* 2011, s. 21.

<sup>233</sup> *Huovinen* 2004, s. 7–8.

<sup>234</sup> *Häyrynen* 2006, s. 31–33.

<sup>235</sup> *Lau Hansen & Moalem* 2009, s. 324.

<sup>236</sup> Nämä keinot perustuvat sääntelyyn. Muita keinoja informaatioasymmetrian poistamiseksi on tarkastellut esimerkiksi *Healy & Palepu* 2001.

on tasoittaa informaatioasymmetriaa jakamalla tietoa. Sisäpiiritiedon käyttökiellon tavoitteena on sen sijaan estää informaatioasymmetrian hyväksikäyttö. Markkinoiden manipuloinnin kiellolla pyritään sitä vastoin uusien informaatioasymmetrioiden syntymisen estämiseen.<sup>237</sup> Seuraavassa keskityn kahden ensiksi mainitun keinon eli käyttökiellon ja tiedon jakamisen tarkasteluun.

Vaikka molemmilla strategioilla tavoitellaan informaatioasymmetrian haittojen poistamista, niillä on erilaiset toteutustavat. Esimerkiksi VAML:ssa lähdettiin siitä, että markkinoiden puolueettomuutta turvaavat ensisijaisesti sisäpiiritiedon hyväksikäytön kiellot ja markkinoiden tehokkuutta turvaavat tiedonantovelvollisuudet.<sup>238</sup> Tiedonantovelvollisuus turvaa tehokkuutta siten, että se takaa oikean hinnanmuodostuksen. Toisaalta myös väärinkäyttökiellot edistävät markkinoiden tehokkuutta, sillä väärinkäyttökiellot takaavat alhaisemmat transaktiokustannukset lisäämällä luottamusta.<sup>239</sup>

Vaikka molemmat säännökset pyrkivät turvaamaan tehokkuutta, on toteutus erilainen. Sisäpiiritiedon käytön täytyy olla kiellettyä siitä riippumatta, tapahtuvatko asiat todella tulevaisuudessa. Sisäpiirikauppaa ovat siis sellaisetkin toimet, jotka sisältävät riskin siitä, että sisäpiiritiedosta ei olekaan etua. Siksi sisäpiiritiedon käyttö tulee kieltää jo siitä hetkestä, kun on tosiasiallinen mahdollisuus, että tiedon tapahtumat tai olosuhteet toteutuvat. Sen sijaan sisäpiiritiedon julkistaminen tulee toteuttaa vasta silloin, kun kyseinen tapahtuma on toteutunut, jotta markkinoille ei levitetä epävarmoja tietoja eikä keskeneräisiä asioita häiritä tietojen julkistamisesta.<sup>240</sup>

Sisäpiiritiedon määritelmää käytetään MAR:ssa informaatioasymmetrian poistamiseksi. Kuten yllä on esitelty, toteutustavat ovat kahdenlaisia. Toisaalta sisäpiiritiedon määritelmän avulla asetetaan toimintakieltoja eli sisäpiiritiedon väärinkäyttökieltoja. Toisaalta sen avulla asetetaan myös toimintavelvoitteita, eli sisäpiiritiedon julkistamisvelvoite. Mitä laajemmin sisäpiiritiedon määritelmää tulkitaan, sen laajempia ovat sisäpiiritiedon käyttökiellot, mutta vastaavasti myös tiedonantovelvollisuus laajenee. Niinpä tällä määritelmällä on erisuuntaisia tulkintatavoitteita.<sup>241</sup>

---

<sup>237</sup> Lau Hansen & Moalem 2009, s. 330, Häyrynen 2006, s. 28.

<sup>238</sup> HE 157/1988, s. 1, 3.

<sup>239</sup> Härkönen 2013, s. 20–21.

<sup>240</sup> Lau Hansen & Moalem 2009, s. 330–331.

<sup>241</sup> Knuts 2011, s. 22–23.

#### 4.3.2 Sisäpiiritiedon kaksoismerkitys ja kaksi tavoitetta

Kuten edellä on todettu, sisäpiiritiedon määritelmä sisältyy kahteen eri säännökseen, joilla on kaksi eri tavoitetta, eli väärinkäytön estäminen, jota toteutetaan käyttökielloilla, sekä ajantasaisen tiedon tuottaminen, jota toteutetaan julkistamisvelvoitteella. Jos painotetaan väärinkäytön estämistä, tulee sisäpiiritiedon määritelmää tulkita laajasti. Sen sijaan, jos painotetaan julkistamisvelvollisuudella saavutettavaa informaation levittämistä, tulee määritelmää tulkita rajoittavasti.

Toisaalta myös yhdellä säännöksellä eli sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteella voidaan pyrkiä näihin molempiin tavoitteisiin. Ensinnäkin julkistamisvelvollisuus vaikuttaa estävästi sisäpiiritiedon väärinkäyttöön, sillä tiedon julkistaminen poistaa tiedolta sen sisäpiirilunonteen. Tiedon tultua julkiseksi se on kaikkien sijoittajien saatavilla ja jokainen voi käyttää tietoa päätöksenteossaan. Näin ollen julkistamisvelvoitteen aikaistamisella voidaan vähentää aikaa, jolloin sisäpiiritiedon väärinkäyttö on ylipäättään mahdollista.<sup>242</sup> Toiseksi julkistamisvelvollisuudella tavoitellaan sitä, että sijoittajat voivat tehdä riittävään tietoon perustuvia päätöksiä, jolloin rahoitusvälineen hinta muodostuu oikein. Julkistamaton sisäpiiritieto haittaa markkinoiden tehokasta toimintaa, sillä tieto ei heijastu rahoitusvälineen hintaan.<sup>243</sup>

Näin ollen myös sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden osalta voidaan kysyä, kumman tavoitteen mukaisesti sisäpiiritiedon määritelmää pitäisi tulkita: Onko sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus säädetty väärinkäytön estämiseksi vai onko tarkoituksena lisätä markkinainformaatiota eli arvopaperin oikeaa hinnanmuodostusta?

Unionin jäsenvaltioissa ei ole yksimielisyyttä siitä, kumman tavoitteen mukaan sisäpiiritiedon määritelmää tulkitaan. Sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteella voidaan nähdä tavoiteltavan ensisijaisesti markkinoiden läpinäkyvyyttä ja oikeaa hinnanmuodostusta eli tiedon tuottamista sijoituspäätösten perusteeksi. Toisaalta sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteen voidaan nähdä myös olevan erottamaton osa sisäpiiritiedon väärinkäytön estämisestä.<sup>244</sup>

Esimerkiksi *Lau Hansen* ja *Moalem* ovat sitä mieltä, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteen tarkoituksena ei ole turvata sisäpiiritiedon väärinkäytön estämistä, koska itse säännös

---

<sup>242</sup> *Kersting* 2014, s. 17.

<sup>243</sup> *DiNoia & Gargantini* 2009, s. 8–9.

<sup>244</sup> *Hellgardt* 2013, s. 862.

sisäpiiritiedon käyttökiellosta ja sisäpiiritiedon laittomasta ilmaisemisesta ovat riittäviä estämään sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Niinpä julkistamisvelvollisuuden tehtävänä on turvata vain luotettavan markkinatiedon saaminen.<sup>245</sup> Samalla tavoin kotimaisessa sääntelyssämme on painotettu sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden vastaavan sijoittajien tiedontarpeeseen. Toisaalta tällöinkin on tärkeää, että tieto saadaan mahdollisimman nopeasti, vaikkakin sen tulee olla myös luotettavaa.<sup>246</sup>

Euroopan unionin lainsäädännössä voidaan sanoa väärinkäytön estämisen olevan etusijalla. Esimerkiksi MAD:ssa olleella sisäpiiritiedon julkistamisvelvoitteella pyrittiin sisäpiiritiedon väärinkäytön estämiseen.<sup>247</sup> MAD:n yleisenä tavoitteena oli varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta näihin markkinoihin. Lisäksi todettiin, että tietojen viivytyksetön ja tasapuolinen julkistaminen vahvistaa markkinoiden luotettavuutta.<sup>248</sup> Sama tavoite on todettu unionin tuomioistuimen tapauksessa *Geltl v Daimler*. Tuomioistuin nimenomaisesti painotti MAD:n tavoitteita perustellessaan ratkaisuaan.<sup>249</sup> Ratkaisussa todetaan, että markkinoiden luottamuksen toteuttamiseksi on tärkeää estää sisäpiiritiedon väärinkäyttö myös silloin kun kyse on pitkäkestoisen menettelyn välivaiheista.<sup>250</sup> Koska ratkaisu koskee sisäpiiritiedon julkistamista, voidaan sanoa myös tuomioistuimen olevan sillä kannalla, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden ensisijainen tavoite on sisäpiiritiedon väärinkäytön estäminen.<sup>251</sup>

Myös MAR:n tavoitteena on varmistaa rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lisätä luottamusta unionin markkinoihin. Lisäksi tavoitteena on parantaa sijoittajansuojaa.<sup>252</sup> Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudella tavoitellaan sekä sisäpiiritiedon väärinkäytön estämistä että sijoittajien riittävää tiedonsaantia.<sup>253</sup> Koska julkistamisvelvollisuudellakin tavoitellaan sisäpiiritiedon väärinkäytön estämistä, tulee sisäpiiritiedon määritelmää tulkita samoin molempien säännösten tulkinnassa.<sup>254</sup>

---

<sup>245</sup> *Lau Hansen & Moalem* 2009, s. 331, *Hellgardt* 2013, s. 868–869.

<sup>246</sup> HE 137/2004, s. 52.

<sup>247</sup> Ks. *Panasar & Boeckman* 2014, s. 36, alaviite 122.

<sup>248</sup> MAD johdanto-osan 12 kohta ja 24 kohta. *Panasar & Boeckman* kuitenkin painottavat myös markkinatiedon saamista markkinoiden luotettavuutta ylläpitävänä tekijänä.

<sup>249</sup> *Hellgardt* 2013, s. 866.

<sup>250</sup> EUT 28.6.2012, asia C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, kohdat 33–35.

<sup>251</sup> *Hellgardt* 2013, s. 868.

<sup>252</sup> MAR 1 artikla.

<sup>253</sup> MAR johdanto-osan 49 kohta.

<sup>254</sup> *Hellgardt* 2013, s. 868.

### 4.3.3 Kritiikkiä

Tätä yhden käsitteen ja kahden tarkoituksen päämäärää on kritisoitu siksi, että se aikaistaa julkistamisvelvollisuutta.<sup>255</sup> Sisäpiiritietoa halutaan tulkita alhaisella kynnyksellä sen väärinkäytön ehkäisemiseksi, mutta jos tietoa julkistetaan yhtä matalalla kynnyksellä, saattaa markkinoille tulla tietotulva, jonka sekaan olennaiset tiedot hukkuvat. Näin ollen sisäpiiritiedon hyväksikäyttöä estetään sijoittajien kustannuksella.<sup>256</sup> Tavoite sisäpiiritiedon väärinkäytön estämisestä saattaa siten jopa heikentää sijoittajien tiedonsaantia.

Komission asettama työryhmä (European Securities Markets Expert Group, ESME) kritisoi raportissaan jo MAD:n implementointia arvioidessaan sisäpiiritiedon kaksoismerkitystä. Työryhmän mukaan sisäpiiritiedon liian varhainen julkistaminen aiheuttaa epävarmojen ja harhaanjohtavien tietojen tulon markkinoille. Toisaalta sisäpiiritiedon määritelmän täyttämisen tason nostaminen taas mahdollistaisi markkinoiden väärinkäytön. Työryhmän mukaan nimenomaan tämän ongelman ratkaisun etsiminen on aiheuttanut ristiriitaisia käytäntöjä ja jopa direktiivin noudattamatta jättämistä kansallisella tasolla. Työryhmän mukaan asia voitaisiin ratkaista joko selkeyttämällä sisäpiiritiedon määritelmä kahdeksi erilliseksi määritelmäksi käyttökieltojen ja julkistamisvelvoitteen osalta, taikka laajentamalla sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen mahdollisuutta.<sup>257</sup>

Sisäpiiritiedon määritelmää on kritisoitu etenkin ratkaisun *Geltl v Daimler* valossa. Ratkaisun mukaisesti sisäpiiritietoa on myös tieto välivaiheista, jotka tähtäävät tulevaisuudessa toteutuvaan tapahtumaan.<sup>258</sup> Tällaisten välivaiheiden julkistaminen ei kuitenkaan ole välttämättä hyödyllistä, sillä se saattaa vaikuttaa jopa lopputulokseen. Myöskin vielä epävarman tapahtuman julkistaminen voi johtaa markkinoita harhaan.<sup>259</sup>

Tiedottaminen asioista, joiden toteutuminen on epävarmaa tai riippuu tulevaisuuden tapahtumien toteutumisesta, saattaa johtaa siihen, että liikkeeseenlaskija joutuu jatkuvasti korjaa-

---

<sup>255</sup> Ks. kotimaisesta kritiikistä esim. *Kotiranta* 2014, s. 62.

<sup>256</sup> *Burn* 2016, s. 364–366.

<sup>257</sup> ESME Report 2007, s. 5–7.

<sup>258</sup> Ks. myös MAR 6 artikla 2 alakohta.

<sup>259</sup> *DiNoia & Gargantini* 2009, s. 9–10.



maan tai muuttamaan julkistamaansa tietoa. Tämä saattaa johtaa myös markkinoiden suurempiin hintavaihteluihin, sillä epätasaisen tiedon merkitystä on vaikeaa arvioida. Tämän on kritisoitu suosivan opportunistista sijoituskäyttäytymistä pitkäjänteisyyden sijaan.<sup>260</sup>

*DiNoian* ja *Gargantinin* mukaan Euroopan unionin pyrkimys estää sisäpiiritiedon väärinkäyttö asettamalla laaja julkistamisvelvollisuus on utopistista. Jos sisäpiiritiedon väärinkäyttö todella haluttaisiin estää poistamalla informaatioasymmetria, julkistamisvelvoitteen tulisi koskea myös muuta kuin liikkeeseenlaskijaan välittömästi koskevaa tietoa. Niinpä informaatioasymmetrian poistamiseksi julkistamisvelvollisuus tulisi asettaa kaikille markkinatoimijoille.<sup>261</sup>

Myös *Lau Hansen* kritisoi yhden käsitteen käyttöä kahteen eri tarkoitukseen. Hänen mukaansa on tehotonta ”hakata sahalla naulaa vasaran sijaan”. Vaikka sekä sisäpiiritiedon käyttökiellon että julkistamisvelvollisuuden taustalla on pyrkimys tehokkaasti toimiviin markkinoihin, ne on tarkoitettu erilaisiksi instrumenteiksi: Käyttökiellon tarkoitus on estää sisäpiiritiedon oikeudeton hyväksikäyttö ja julkistamisvelvoitteen tarkoitus on tuottaa tietoa sijoituspäätösten perustaksi. Niinpä tarkoituksenmukaisempaa olisi estää sisäpiiritiedon väärinkäyttö käyttökielloilla ja tavoitella julkistamisvelvollisuudella vain sijoittajien informoimista niin, että sijoituspäätökset perustuisivat riittävään tietoon.<sup>262</sup>

Toisaalta sisäpiiritiedon yhden määritelmän on sanottu johtavan liian kapeaan tulkintaan. Tämän näkemyksen mukaan myös ei-tasaisesta tiedosta voi olla hyötyä rahoitusvälineiden kaupassa. Silti käyttökielto ei koske vielä tällaista täsmennyttömää tietoa. Niinpä sisäpiiritiedon määritelmää voitaisiin laajentaa, mutta asettaa julkistamisvelvollisuus koskemaan vasta täsmällistä tietoa. Jos sisäpiiritiedon yhdestä määritelmästä haluttaisiin pitää kiinni, voisi ratkaisuna olla sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisperusteet. Oletuksena voisi olla, että täsmennyttömän tiedon julkistaminen vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut ja sen lykkääminen olisi periaatteessa aina mahdollista.<sup>263</sup>

---

<sup>260</sup> *Moloney* 2014, s. 731 ja *Lau Hansen & Moalem* 2009, s. 325.

<sup>261</sup> *DiNoia & Gargantini* 2009, s. 10–11.

<sup>262</sup> *Lau Hansen* 2012, s. 5–6.

<sup>263</sup> *Kersting* 2014, s. 17.

#### 4.3.4 Eri vaihtoehtojen punninta

Unionin tuomioistuin on tuonut esille sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun tavoitteen sisäpiiritiedon määritelmää tulkittaessa. Tähän on vedottu esimerkiksi tapauksessa *Spector Photo Group*.<sup>264</sup> Tuomioistuin perustelee sisäpiiritiedon hyväksikäytön kieltä tasapuolisen kohtelun periaatteella, mutta sama tasapuolinen kohtelu kohdistuu myös julkistamisvelvollisuuden alaiseen sisäpiiritietoon. Voidaankin väittää, että periaate sijoittajien tasapuolisesta tiedonsaannista on vahvistettu unionin oikeuskäytännössä.<sup>265</sup> Toisaalta on katsottu, että sijoittajien asettaminen tiedollisesti samaan asemaan ei ole perusteltua, koska tällöin suojataan myös passiivisia sijoittajia. Markkinoiden tehokkuus edellyttäisi sisäpiirisääntelyn suppeaa tulkintaa, jotta toimijoille jää kannustimia tiedonhankintaan.<sup>266</sup>

Osapuolen tiedollista etumatkaa ei tulisikaan kieltää silloin, kun toisellakin osapuolella olisi ollut mahdollisuus kyseiseen tietoon. *Lau Hansen* on johtanut tästä päätelmän, jonka mukaisesti sisäpiiritiedon (liian laaja) julkistamisvelvollisuus haittaa tervettä kilpailua, sillä tällöin tiedonhankintakustannuksista ei koidu vastaavaa hyötyä. Epäreilun tiedollisen etumatkan käyttö voidaan estää sisäpiiritiedon käyttökiellolla, jolloin julkistamisvelvollisuuden ei tarvitse olla yhtä laaja.<sup>267</sup>

Tämä johtaa kuitenkin mielestäni kehäpäätelmään: Jos tavoitteena on kannustaa hankkimaan tietoa, on tuota tietoa voitava käyttää hyväksi rahoitusvälineiden kaupassa. Tämä tarkoittaa, että hankittua tietoa ei tule luokitella sisäpiiritiedoksi. Jos hankittavissa oleva tieto ei ole sisäpiiritietoa, ei siihen myöskään kohdistu julkistamisvelvollisuutta jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla. Kuten huomataan, kritiikki tehokkaan informaationhankinnan estämisestä ei kohdistu julkistamisvelvollisuuteen vaan se kohdistuu itse asiassa sisäpiiritiedon määritelmään.<sup>268</sup> Tässä on kuitenkin tarkoitus pohtia sisäpiiritiedon käyttökiellon ja julkistamisvelvollisuuden välistä suhdetta, eli sitä, tuleeko kaikki sisäpiiritieto julkistaa. Niinpä kysymys siitä, milloin tieto on sisäpiiritietoa ja käyttökieltojen piirissä, ei kuulu tutkielman alaan.

---

<sup>264</sup> EUT 23.12.2009, asia C-45/08, *Spector Photo Group NV*.

<sup>265</sup> *Klöhn* 2015, s. 171–172.

<sup>266</sup> *Knuts* 2011, s. 18

<sup>267</sup> *Lau Hansen* 2012, s. 4.

<sup>268</sup> Ks. myös *Klöhn* 2015, s. 175.

Voidaan kuitenkin sanoa, että kaiken liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevan sisäpiiritiedon julkistaminen ei ole realistista, sillä tällöin yhtiölle ei jäisi liikesalaisuuksia. Laajan sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden on sanottu vaarantavan liikkeeseenlaskijan liikesalaisuudet, tietotaidon ja tutkimustulosten hyödyntämisen, sillä tällöin nämä vuotaisivat kilpailijoille.<sup>269</sup> Kaiken sisäpiiritiedon julkistamisen on sanottu heikentävän liikkeeseenlaskijan kilpailuasemaa. Niinpä liikkeeseenlaskijalle ei synny kannusteita hankkia tietoa.<sup>270</sup> Tämä eroaa yllä esitetystä, jossa pohditaan sijoittajien kannustimia hankkia tietoa. Liikkeeseenlaskijan kannustimiin ei vaikuta se, saako tiedon perusteella käydä kauppaa rahoitusvälineillä. Informaatio voidaan nähdä omaisuutena, jolloin perustellusti voitaisiin katsoa liikkeeseenlaskijalla olevan omaisuudensuojan nojalla oikeus pitää jokin tieto itsellään.

Lisäksi kaiken tiedon julkisuus ei siltikään takaisi sitä, että tieto olisi yhtä täydellistä ja eheää kuin sama tieto sisäpiiriläisillä.<sup>271</sup> Tätä voidaan perustella myös edellä esitetyllä oikeustaloustieteen teorialla informaatiokustannuksista. Sijoittajille koituu kustannuksia informaation prosessoinnista, jolloin liian täsmentymättömällä ja epävarmalla tiedolla ei ole sijoittajille kustannuksia vastaavaa hyötyä.

Näillä perusteilla sisäpiiritiedolla tulisi olla kaksi määritelmää, eli kaksipisteinen täyttymismalli, kuten Suomessa ennen. Tämä voitaisiin saavuttaa nimenomaan täsmällisyysedellytyksellä. Tiedon täsmällisyyttä voitaisiin tulkita alhaisemmalla tasolla silloin kun kyse on käyttökiellosta ja korkeammalla tasolla silloin kun kyse on julkistamisvelvollisuudesta.<sup>272</sup> Kuitenkaan ei voida sanoa MAR:n mahdollistavan tällaista tulkintaa, sillä tavoitteena on sisäpiiritiedon väärinkäytön estäminen.

Sisäpiiritiedon kaksipisteinen täyttymismalli ei toteuttaisi tavoitetta sisäpiiritiedon käytön mahdollisimman aikaisesta estämisestä. Sisäpiiritiedon käyttökielto ulottuu nimittäin ainoastaan aktiiviseen toimintaan. Sisäpiiritiedon avulla sisäpiiriläiset ovat kuitenkin paremmassa asemassa jo sillä perusteella, että he voivat passiivisesti pidättäytyä oikeustoimesta, jonka osalta heillä on sisäpiiritietoa. Näin ollen sisäpiiriläisen markkinaposition voi parantua

---

<sup>269</sup> Lau Hansen 2012, s. 5.

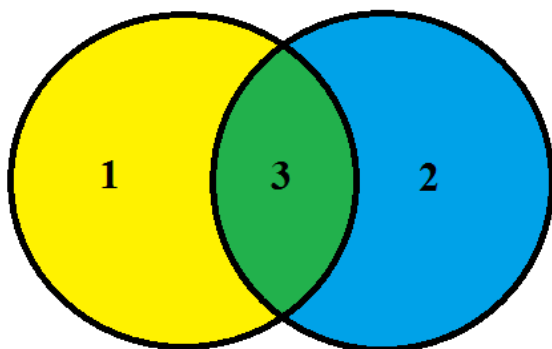
<sup>270</sup> Gilotta 2012, s. 48–51.

<sup>271</sup> DiNoia & Gargantini 2009, s. 10–11.

<sup>272</sup> ESME Report 2007, s. 7.

ilman että tämä rikkoo sisäpiiritiedon käyttökieltoa.<sup>273</sup> Pyrkimys markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuteen edellyttää, että sisäpiiritieto, jota ei ole hyväksyttävää käyttää hyväkseen kaupankäynnissä, on myös julkistettava.

On kuitenkin huomattava, että kaikki tieto ei ole sisäpiiritietoa. Luottamuksellisten liikesalaisuuksien säilyminen liikkeeseenlaskijalla itsellään voidaan turvata kahdella tapaa. Ensimmäkin liikkeeseenlaskijalta ei edellytetä kaikkien olennaisten seikkojen julkistamista, vaan riittävää on julkistaa tietoa niin paljon, että sijoittaja voi muodostaa käsityksen rahoitusvälineen hinnasta.<sup>274</sup> Esimerkiksi tieto uudesta keksinnöstä voi olla sisäpiiritietoa, sillä se todennäköisesti vaikuttaisi rahoitusvälineen hintaan. Sen sijaan itse keksinnön mekanismilla ei yleensä ole merkitystä sijoittajille, jolloin tällä tiedolla ei voida nähdä olevan olennaista vaikutusta ja tällainen tieto voi jäädä liikkeeseenlaskijan itsensä haltuun.<sup>275</sup> Toiseksi tietoa keksinnön olemassaolosta voidaan lykätä. Seuraavassa kuvassa havainnollistetaan tätä tietojen jakoa.



Kuva 1. Liikkeeseenlaskijalla oleva tieto

Kuvassa ympyrä 1 tarkoittaa tietoa, jonka liikkeeseenlaskija haluaa pitää julkistamattomana. Tämä on tietoa, jonka julkistamisesta olisi liikkeeseenlaskijalle enemmän haittaa kuin hyötyä. Ympyrä 2 sen sijaan kuvaa sisäpiiritietoa, eli tietoa jota järkevästi toimivat sijoittajat

<sup>273</sup> Knuts 2011, s. 139.

<sup>274</sup> Huovinen 2004, s. 130.

<sup>275</sup> Gilotta 2012, s. 54. Huomioitavaa on, että tilanne riippuu tietojen luonteesta. Esimerkiksi liiketoiminnan tulokseen liittyvä informaatio on todennäköisemmin sekä sijoittajille relevanttia että liikkeeseenlaskijalle arkaluontoista. Ks. Gilotta 2012, s. 57.

käyttäisivät päätöksentekonsa perusteena.<sup>276</sup> Tämä on siis tietoa, jonka sijoittajat haluaisivat saada. Väliin jäävä alue, eli numero 3 on se, jossa näiden intressien välille syntyy ristiriita. Numero 3 osoittaa siis alueen, jolla sisäpiiritiedon lykkäämismahdollisuudelle on tarve. Seuraavassa käsitellenkin sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisperusteita ja näiden tulkintaa.

#### 4.4 Ratkaisuna sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen

Tiedottamisen on sanottu olevan kompromissi kahden keskenään ristiriitaisen periaatteen välillä: yhtäältä tieto tulisi julkistaa mahdollisimman nopeasti, mutta toisaalta tiedon tulisi olla luotettavaa ja kattavaa.<sup>277</sup> Tämän periaatteen voidaan sanoa pätevän myös MAR:n aikana. Sisäpiiritiedon väärinkäytön estämisen lisäksi tulee ottaa huomioon sekä liikkeeseenlaskijoiden että sijoittajien intressit. Liikkeeseenlaskijoilla voi olla tarve pitää tieto kesken-eräisistä asioista itsellään. Lisäksi sijoittajia ei pitäisi rasittaa liian täsmentymättömällä ja epävarmalla tiedolla.

Edellä on jo todettu, että sisäpiiritiedon yksi määritelmä voi johtaa liian epätasällisen tai arkaluonteisen tiedon julkistamisvelvollisuuteen. Kaksiosainen määritelmä kuitenkin jättäisi liikaa tilaa sisäpiiritiedon väärinkäytölle. Voidaankin perustellusti katsoa, että unionin oikeudessa on valittu yhden pisteen malli. Vaihtoehdoksi onkin esitetty lykkäämisperusteiden laajempaa tulkintaa.<sup>278</sup> Edellä esitettyyn kuvaan viitaten voidaan todeta, että mitä laajempi on sisäpiiritiedon määritelmä, eli ympyrä 2, sitä suuremmaksi muodostuu päällekkäinen alue 3, jolla sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämismahdollisuutta tarvitaan.

MAR 17 artiklan 11 alakohdan perusteella ESMA on antanut ohjeet sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisestä.<sup>279</sup> ESMA:n ohjeessa on esimerkinomainen luettelo liikkeeseenlaskijoiden oikeutetuista eduista, joiden nojalla voi olla oikeus lykätä tiedon julkistamista. Tämä kuitenkin edellyttää, että myös muut kaksi kriteeriä, harhaanjohtamattomuus ja luottamuksellisuuden säilyminen, täyttyvät. Niinpä ESMA:n ohjeessa on myös luettelo tilanteista, jolloin ainakin julkistamisen lykkääminen johtaisi yleisöä harhaan.

---

<sup>276</sup> *Gilotta* on määrittänyt päällekkäiset ympyrät niin, että toinen kuvaa tietoa, jonka julkistamisesta olisi liikkeeseenlaskijalle kokonaisuutena arvioiden enemmän haittaa kuin hyötyä ja toinen tietoa, joka on sijoittajille olennaista. Ks. *Gilotta* 2012, s. 52.

<sup>277</sup> *Häyrynen & Kajala* 2013, s.169.

<sup>278</sup> *Hellgard* 2013, s. 869 ja ESME Report 2007, s. 7.

<sup>279</sup> ESMA 20.10.2016.

Ohjeistuksen tarkoituksena on antaa esimerkkejä liikkeeseenlaskijoiden päätöksenteon tueksi, silloin kun nämä harkitsevat sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämistä.<sup>280</sup> Seuraavassa esittelen sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen edellytyksiä MAR:n ja ESMA:n ohjeistuksen valossa. Nämä ohjeet ovat kuitenkin hyvin tulkinnanvaraiset ja herättävät osin jopa enemmän kysymyksiä kuin vastauksia. Niinpä käsittelen tässä kappaleessa myös tulkintaratkaisuja, joiden avulla lykkäämisperusteita voidaan tarkastella.

#### 4.4.1 Liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut

Liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut ovat nykyäänkin lähes samat kuin MAD:n aikaan. Vanhat MAD:n täytäntöönpanodirektiivin<sup>281</sup> esimerkit on lueteltu samalla tavoin sekä MAR:n johdanto-osassa että ESMA:n ohjeessa ja nämä voidaan jakaa kolmeen. Lisäksi ESMA:n ohjeessa on mainittu kolme muuta oikeutettua etua niin, että yhteensä oikeutettuja etuja on kuusi.

Ensinnäkin käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat voivat oikeuttaa julkistamisen lykkäämiseen, jos tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai kulkuun. Toisin kuin MAR:ssa, ESMA:n ohjeessa edellytetään neuvottelujen lopputuloksen todennäköistä vaarantumista.<sup>282</sup> Tilanne jättää tulkinnanvaraa sen suhteen, onko kaikenlainen vaikutus neuvottelujen tulokseen sama asia kuin neuvottelujen lopputuloksen vaarantuminen.

Joka tapauksessa tällaiset neuvottelut saattavat liittyä erilaisiin yritysjärjestelyihin kuten yhdistymisiin, jakautumisiin ja yrityskauppoihin taikka liiketoimintojen hankkimiseen ja myymiseen. ESMA:n ohjeistuksen mukaan neuvottelut voivat liittyä myös yrityssaneeraukseen. Toisaalta taloudellisen tilan parantamiseen pyrkiviin neuvotteluihin on laadittu myös oma kohtansa.

Toinen oikeutettu etu lykätä sisäpiiritiedon julkistamista onkin se, että liikkeeseenlaskijan taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka. Tällöin julkistamisen tulee vaarantaa sellaisten neuvottelujen loppuunsaattaminen, joilla pyritään parantamaan tätä

---

<sup>280</sup> ESMA 20.10.2016, s. 3.

<sup>281</sup> Komission direktiivi Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY täytäntöönpanosta sisäpiiritiedon määritelmän ja julkistamisen sekä markkinoiden manipuloinnin määritelmän osalta (2003/124/EY).

<sup>282</sup> MAR johdanto-osan 50 kohta ja ESMA 20.10.2016, s. 4.

taloudellista tilaa. Pelkkä neuvottelujen vaarantuminen ei riitä vaan tämän tulee haitata nimenomaan osakkeenomistajia, olivat he sitten liikkeeseenlaskijan nykyisiä tai potentiaalisia osakkeenomistajia. Tämän lykkäämisperusteen osalta on kuitenkin huomioitava, että taloudellinen uhka ei saa johtaa maksukyvyttömyysmenettelyyn. MAR:n johdanto-osasta poiketen merkitystä ei ole sillä, pyritäänkö neuvotteluilla taloudellisen aseman pitkä- vai lyhytaikaiseen vahvistumiseen.<sup>283</sup>

Toisen oikeutetun edun kohdalla voidaan kysyä, onko lykkäämisellä tällaisessa tilanteessa tarkoitus suojata myös muita sijoittajia kuin osakkeenomistajia, kuten esimerkiksi velkakirjanhaltijoita. Lisäksi myös muiden velkojien edun mukaista voisi olla, että liikkeeseenlaskijalla on oikeus lykätä sisäpiiritiedon julkistamista, jotta se saisi taloudelliseen tilanteeseensa liittyvät neuvottelut päätökseen.

Kolmas oikeutettu etu koskee tilannetta, jossa liikkeeseenlaskijan hallintoelimen tekemien päätösten tai sopimusten voimaantulo edellyttää muun toimielimen hyväksyntää. Tällainen tilanne on sellaisissa organisaatioissa, jossa päätöksenteko on kaksiportaista joko lainsäädännön tai yhtiöjärjestyksen takia. Edellytyksenä kuitenkin on, että kyseisen tiedon välitön julkistaminen ennen tällaista lopullista päätöstä vaarantaisi tiedon oikean arvioinnin yleisön keskuudessa. MAR:n johdanto-osassa mainitaan lisäedellytykseksi se, että myös tieto hyväksynnän puuttumisesta johtaisi arvion vaarantumiseen. ESMA sen sijaan edellyttää, että päätöksenteko on järjestetty mahdollisimman pian.<sup>284</sup>

Edellä mainittujen lisäksi ESMA on tuonut esille kolme muuta oikeutettua etua. ESMA:n ohjeistuksessa viitataan myös MAD:n aikaiseen CESR:n antamaan ohjeistukseen, mutta jää epäselväksi mikä vaikutus vanhalla ohjeistuksella on.<sup>285</sup> CESR:n esimerkeissä mainitaan etenkin hyvin tulkinnanvarainen ”salassapidon aiheuttama rajoitus, joka liittyy kilpailutilanteeseen”. Samassa kohdassa nimittäin tunnustetaan se seikka, että salassapitosopimuksilla ei voida vaikuttaa julkistamisvelvollisuuteen. Niinpä esimerkkinä annetaan tilanne, jossa sopimusneuvottelut ovat kesken ja tieto neuvotteluista vaarantaisi sopimuksen toteutumisen.<sup>286</sup> Tätä ei ESMA:n ohjeistuksessa käsitellä.

---

<sup>283</sup> ESMA 13.7.2016, s. 14–15.

<sup>284</sup> MAR johdanto-osan 50 kohta ja ESMA 20.10.2016, s. 5.

<sup>285</sup> ESMA 13.7.2016, s. 13.

<sup>286</sup> CESR 2007, s. 10.

Sen sijaan ESMA:n ohjeissa mainitaan liikkeeseenlaskijan kehittämä tuote tai keksintö, josta tiedon julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi immateriaalioikeudet. Tällainen on myös toinen CESR:n antama esimerkki oikeutetuista eduista. CESR:n mukaan edellytyksenä kuitenkin on, että tieto merkittävästä tuotekehityksestä julkistetaan mahdollisimman pian.<sup>287</sup> ESMA:n ohjeistuksessa tällaista mainintaa ei ole, joten kyseisen lykkäämisperusteen voidaan sanoa laajentuneen ainakin hieman.

ESMA:n mukaan oikeutettu etu voi myös liittyä liikkeeseenlaskijan suunnittelemaan yritys-kauppaan, jos tieto tästä todennäköisesti vaarantaisi suunnitelman toteutumisen. Myös tämä peruste on vanhaa CESR:n ohjeistusta laajempi, koska CESR:n ohjeistuksessa puhuttiin vain enemmistöosuuden myymisestä toisessa liikkeeseenlaskijassa.<sup>288</sup> ESMA:n mainitsema esimerkki koskee nimenomaan tilannetta, jossa yrityskauppasuunnitelmasta on jo päätetty, mutta neuvotteluita ei ole vielä aloitettu, sillä neuvottelujen keskeneräisyys on oma lykkäämisperusteensa.<sup>289</sup>

Kolmas oikeutettu etu koskee tilannetta, jossa liiketoimen toteutuminen vaatii viranomaisen hyväksynnän ja tälle hyväksynnälle on asetettu lisävaatimuksia. Liikkeeseenlaskijalla on oikeutettu etu lykätä näihin lisävaatimuksiin liittyvän tiedon julkistamista, jos se vaikuttaisi liikkeeseenlaskijan mahdollisuuksiin täyttää nämä vaatimukset ja siten estäisi sopimuksen tai liiketoimen lopullisen toteutumisen.<sup>290</sup>

Tällä tilanteella tarkoitetaan esimerkiksi yrityskauppaa. Tietoa yrityskaupasta tai sen vaatimasta viranomaishyväksynnästä ei kuitenkaan voi kyseisen kohdan nojalla lykätä. Sen sijaan tietoa viranomaisen hyväksynnän tarkemmista ehdoista voidaan tämän kohdan nojalla lykätä.<sup>291</sup>

Lykkäämisperusteet eivät ole tyhjentäviä. Niinpä suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että esimerkiksi tiedon keskeneräisyydestä johtuva harhaanjohtavuus voisi olla hyväksyttävä syy sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiselle.<sup>292</sup> Voidaan kuitenkin kysyä, voiko tieto täyttää sisäpiiritiedon edellyttämän täsmällisyyden vaatimuksen, mutta olla silti

---

<sup>287</sup> CESR 2007, s. 10.

<sup>288</sup> CESR 2007, s. 10.

<sup>289</sup> ESMA 13.7.2016, s. 17.

<sup>290</sup> ESMA 20.10.2016, s. 5.

<sup>291</sup> ESMA 13.7.2016, s. 18.

<sup>292</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 194.



harhaanjohtavaa? MAR:ssa on lähdetty siitä olettamasta, että nimenomaan tiedon julkistamisen lykkääminen voi olla harhaanjohtavaa enemmän kuin tiedon julkistaminen.

Yleensä ottaen käsite liikkeeseenlaskijan oikeutetuista eduista on epäselvä. Esimerkiksi Saksassa on katsottu, että tällöin punnintatilanteessa ovat vastakkain liikkeeseenlaskijan ja sijoittajien edut. Toisaalta saksalaisessa oikeuskirjallisuudessa on esitetty, että lykkääminen voi olla eduksi liikkeeseenlaskijalle vain jos se on eduksi myös sen osakkeenomistajille.<sup>293</sup>

#### 4.4.2 Yleisön johtaminen harhaan

ESMA:n ohjeessa on myös lueteltu tilanteet, joissa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan. Tällöin sisäpiiritiedon julkistamista ei voida lykätä, vaikka liikkeeseenlaskijan oikeutettu etu sitä muutoin vaatisi. Myöskään nämä tilanteet eivät ole tyhjentävästi lueteltu, vaan kyseinen lista tarkoittaa tilanteita, joissa ainakin yleisöä nähdään johdettavan harhaan.<sup>294</sup>

Yleisöä todennäköisesti harhaanjohtavaksi katsotaan seuraavat tilanteet: Sisäpiiritieto, jonka julkistamista lykätään, eroaa olennaisesti aikaisemmin ilmoitetusta, taikka koskee sitä, että aiemmin ilmoitettuja taloudellisia tavoitteita ei saavuteta, taikka eroaa markkinoiden odotuksista. Näin ollen tulosvaroituksen julkistamista ei voida lykätä. Lisäksi markkinoiden odotuksia arvioidaan nimenomaan sen mukaisesti, mitä signaaleja liikkeeseenlaskija on aikaisemmin antanut. Tällaisiksi signaaleiksi lasketaan esimerkiksi haastattelut tai sijoittajapaamiset sekä muu oma-aloitteinen viestintä.<sup>295</sup>

Yleisön harhaanjohtamisen tilanteet on lueteltu ohjeissa hyvin spesifisti ja tätä onkin kritisoitu. Esimerkiksi oletus siitä, että taloudellisen tuloksen saavuttamatta jääminen olisi aina harhaanjohtavaa, on kyseenalaistettu. Mahdollisena voitaisiin nähdä esimerkiksi tilanne, jossa liikkeeseenlaskija on tehnyt ennusteeseensa varauksia, joiden täytyessä tuloksen sanotaan jäävän oletetusta. Jos nämä varaukset ovat toteutuneet, ei yleisöä johdeta harhaan, vaikka taloudellisia tavoitteita ei saavutettaisikaan.<sup>296</sup>

---

<sup>293</sup> Kersting 2014, s. 20.

<sup>294</sup> ESMA 13.7.2016, s. 18.

<sup>295</sup> ESMA 20.10.2016, s. 5.

<sup>296</sup> Law Society and City of London Law Society 2016, s. 5.

Sisäpiiritieto on tietoa, jota järkevä sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sijoituspäätöksensä perusteena. Siksi onkin epäselvää, millainen voi olla tilanne, jossa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ei johtaisi sijoittajaa harhaan. Voidaan jopa väittää, että kaikki sisäpiiritiedon määritelmän täyttävä tieto on sellaista, jolla on sijoittajille merkitystä ja näin ollen heitä johdetaan harhaan ilman tätä tietoa. Jos kuitenkin kaiken merkityksellisen tiedon julkistamisen lykkääminen katsottaisiin harhaanjohtavaksi, ei lykkäysperusteille jäisi käyttöalaa lainkaan.<sup>297</sup>

Oikeuskirjallisuudessa esitetyn mukaan sijoittajien harhaanjohtamisena ei pitäisi nähdä sitä, että sijoittajat todennäköisesti käyttäisivät kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä perusteena. Yleisön harhaanjohtamisena, eli vanhan kotimaisen sääntelyn mukaisesti sijoittajien aseman vaarantavana, ei tulisi pitää vielä sellaista tietoa, jota sijoittajat todennäköisesti käyttäisivät päätöksenteossaan, vaan harhaanjohtavuuden tulee olla jotakin enemmän. Harhaanjohtavana tulisi pitää vasta sellaisen tiedon lykkäämistä, josta tietoisena sijoittajat eivät todennäköisesti tekisi sijoituspäätöstä lainkaan tai ainakaan samanlaisilla ehdoilla kuin ilman tietoa.<sup>298</sup>

Myös yleisön käsite on tulkinnanvarainen, sillä ei ole selvää onko kyse nimenomaan liikkeeseenlaskijan olemassa olevista osakkeenomistajista, potentiaalisista sijoittajista, vai vielä laajemmasta yleisöstä. Kansallisessa lykkäämissäännöksessämme puhuttiin ”sijoittajista”. Silti suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on jo aiemmin nähty, että kyseinen sijoittajan käsite kattaa myös mahdolliset tulevat sijoittajat, eli MAD:n mukaisen ”yleisön”. Perusteluna on käytetty sitä, että liikkeeseenlaskijan edun vaarantuminen on edellytys lykkäämiselle. Tällöin olemassa olevien sijoittajien edut tulevat arvioiduksi välillisesti jo oikeutetun edun kriteerin täyttymisessä. Harhaanjohtamattomuuden edellytys tarkoittaa kuitenkin sitä, että yhtiön omien etujen rinnalla tulee huomioida markkinoiden luottamuksen suojaaminen.<sup>299</sup>

Yleisön käsitettä voidaan tulkita myös sääntelyn tarkoitus huomioiden. Markkinoiden tehokkuus edellyttää sitä, että tiedot heijastuvat rahoitusvälineiden hintoihin. Suojelun kohde ei tällöin ole yksittäiset sijoittajat vaan markkinoiden luottamus yleensä. Tällä perusteella

---

<sup>297</sup> Härkönen 2013, s. 145 ja CESR 2007, s. 11.

<sup>298</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 195. Huomioitava kuitenkin on, että tämän näkemyksen esittäjät perustavat mielipiteensä kansallisen sääntelyn sanamuodolle ”sijoittajien aseman vaarantuminen”. Niinpä ei voida ainakaan enää yhtyä näkemykseen, jonka mukaisesti positiivinen tieto olisi helpommin lykättävissä, sillä se ei ”vaaranna” sijoittajien asemaa.

<sup>299</sup> Häyrynen & Kajala 2013, s. 195–196.

yleisö, jota ei saa johtaa harhaan lykkäämällä sisäpiiritietoa, käsittää kaikki markkinatoimijat.<sup>300</sup>

#### 4.4.3 Tiedon säilyminen luottamuksellisena

MAR:n mukaan sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen kolmas edellytys on tiedon säilyminen luottamuksellisena. Lykkääminen on siis mahdollista vain niin kauan kuin liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena.<sup>301</sup> Jos luottamuksellisuutta ei pystytä enää takaamaan, tulee tieto julkistaa.<sup>302</sup> Myös riittävän täsmällinen huhu voi osoittaa, että tiedon luottamuksellisuutta ei enää pystytä takaamaan ja silloin lykätty tieto tulee julkistaa.<sup>303</sup>

Tiedon säilymistä luottamuksellisena turvaa myös MAR:n säännös, jonka mukaisesti sisäpiiritieto tulee julkistaa, jos se on ilmaistu jollekin ilman salassapitovelvoitetta.<sup>304</sup> Tällöinkin ilmaiseminen voi tapahtua vain osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista, sillä muutoin kyseessä on sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen.<sup>305</sup> Lisäksi liikkeeseenlaskijan tulee ylläpitää sisäpiirilueteloa henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon. MAR ja sen nojalla annetut tarkemmat säädökset antavatkin hyvin yksityiskohtaista sääntelyä sisäpiiriluellojen osalta, joihin en tässä näe syytä perehtyä tarkemmin.<sup>306</sup>

Yhteenvetona liikkeeseenlaskijan sisäpiiritiedon hallinnan prosesseista voidaan kuitenkin todeta, että heti sisäpiiritiedon synnyttyä liikkeeseenlaskijan tulee joko julkistaa tieto tai tehdä päätös sen lykkäämisestä. Tämä päätös dokumentoidaan ja tiedon saavista henkilöistä laaditaan sisäpiiriluetelo.

---

<sup>300</sup> Härkönen 2013, s. 145–146.

<sup>301</sup> MAR 17(4)(1) artikla.

<sup>302</sup> MAR 17(7)(1) artikla.

<sup>303</sup> MAR 17(7)(2) artikla.

<sup>304</sup> MAR 17(8) artikla.

<sup>305</sup> MAR 10(1) artikla.

<sup>306</sup> MAR 18 artikla ja Komission täytäntöönpanoasetus sisäpiiriluellojen tarkkaa muotoa ja päivitystapaa koskevista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 mukaisista teknisistä täytäntöönpanostandardeista ((EU) 2016/347).

#### 4.4.4 Julkistamisen lykkäämisperusteiden tulkinta

Edellä esittelin sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen edellytykset ja niiden tulkinnanvaraisuuden. Mitä laajemmin liikkeeseenlaskijan oikeutettuja etuja tulkitaan, sitä useammin sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä. Toisaalta mitä laajemmin tulkitaan tiedon julkistamattomuuden johtavan yleisöä harhaan, sitä enemmän rajoitetaan liikkeeseenlaskijan oikeutta tiedon salassapitoon.<sup>307</sup>

Lykkäämisperusteita tulkittaessa on otettava huomioon, että niiden käyttö heikentää julkistamisvelvollisuudella saavutettavaa sisäpiiritiedon väärinkäyttöä estävää vaikutusta.<sup>308</sup> ESMA onkin todennut, että sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämismahdollisuus muodostaa poikkeussäännön sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudesta ja sitä on siksi tulkittava ahtaasti.<sup>309</sup>

Tätä ESMA:n näkemystä on myös vastustettu. ESMA:n yhteydessä toimiva arvopaperimarkkina-alan osallisryhmä (Securities Markets Stakeholders Group) otti asian esille kommentoissaan ESMA:n ohjeistusta lykkäämisperusteista. Unionin oikeuskäytännön myötä sisäpiiritiedon määritelmästä on muodostunut laaja ja sillä pyritään sisäpiiritiedon väärinkäytön estämiseen, ei niinkään oikean hinnanmuodostuksen turvaamiseen. Kuitenkaan julkistamisvelvollisuuden ensisijainen tavoite ei ole sisäpiiritiedon väärinkäytön estäminen. Siksi lykkäämismahdollisuudella on suuri merkitys markkinoiden toimivuudelle. Oikeutta sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiseen ei pitäisikään tulkita enää suppeasti.<sup>310</sup>

ESMA:n näkemystä lykkäämisperusteiden suppeasta tulkinnasta on vastustettu myös muilta tahoilta. Laaja sisäpiiritiedon määritelmän tulkinta kuormittaa liikkeeseenlaskijan resursseja, koska se joutuu julkistamaan kaiken sisäpiiritiedon. Niinpä syntyy houkutin tulkita sisäpiiritiedon määritelmää ahtaammin. Tämä kuitenkin vaarantaa nimenomaan pyrkimyksen sisäpiiritiedon väärinkäytön estämiseen. Niinpä lykkäämisperusteet itse asiassa turvaavat sisäpiiritiedon määritelmän laajaa tulkintaa ja tätä kautta myös sijoittajien suojaa.<sup>311</sup>

---

<sup>307</sup> *Gilotta* 2012, s. 75.

<sup>308</sup> *DiNoia & Gargantini* 2009, s. 19.

<sup>309</sup> ESMA 13.7.2016, s. 14.

<sup>310</sup> *Securities and Markets Stakeholder Group* 2016, s. 5.

<sup>311</sup> *Law Society and City of London Law Society* 2016, s. 4–5.

Lykkäämismahdollisuuden käytön merkitys on kasvanut etenkin unionin tuomioistuimen ratkaisun *Geltl v Daimler* johdosta.<sup>312</sup> Ratkaisun takia MAR:n säädöstekstissä on nykyään huomioitu, että sisäpiiritieto voi koskea myös pitkäkestoisen menettelyn välivaiheita. MAR:n mukaan lykkäämisperusteet voivat soveltua myös tällaisiin välivaiheisiin. Onkin sanottu, että nimenomaan välivaiheita koskevien tietojen osalta lykkäämisperusteet näyttelevät suurta roolia.<sup>313</sup> Tämä on ymmärrettävää, sillä usein nimenomaan keskeneräisen prosessin välivaiheet voivat olla epätäsmällistä tietoa, jota ei ole syytä julkistaa. Lisäksi valmisteilla olevien asioiden julkistaminen vaarantaisi usein niiden toteutumisen, jolloin nimenomaan tällaisissa tilanteissa kyseessä ovat usein lykkäämisperusteiden tarkoittamat liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut.

Kuten todettu, liikkeeseenlaskijan oikeus pitää sisäpiiritietoa itsellään turvataan julkistamisen lykkäämisen mahdollisuudella. Julkistamisen lykkääminen voi myös turvata sijoittajia, sillä se saattaa tuottaa varmempia tietoja markkinoille.<sup>314</sup> ESMA:n ohjeistuksen perusteella näyttää kuitenkin siltä, että sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen mahdollisuudella yritetään suojata ensisijaisesti liikkeeseenlaskijaa, sillä neljän oikeutetun edun osalta kyse on nimenomaisesti liikkeeseenlaskijan oikeutetuista eduista. Toisaalta kahden oikeutetun edun osalta huomioon on otettu nimenomaisesti myös sijoittajat.

Kaksiosaisessa päätöksenteossa julkistaminen tulee vaarantaa tiedon oikea arviointi yleisön keskuudessa. Tällä perusteella voidaan sanoa, että liian aikaisen julkistamisen aiheuttama tiedon harhaanjohtavuus voisi olla hyväksyttävä syy lykätä julkistamista. Lisäksi liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistamista koskevien neuvottelujen osalta tiedon julkistamisen lykkääminen on sallittua nimenomaan silloin, kun osakkeenomistajien edut vaarantuisivat.

Kaiken kaikkiaan sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämismahdollisuus tulee nähdä osana koko julkistamissääntelyä. Kuten aikaisemmin todettu, laaja sisäpiiritiedon tulkinta on perusteltu, mutta voi johtaa sekä liikkeeseenlaskijan että sijoittajien etujen vaarantumiseen. Liikkeeseenlaskijan etujen suojaaminen suojaa myös liikkeeseenlaskijaan sijoittaneita sijoit-

---

<sup>312</sup> Hellgardt 2013, s. 869.

<sup>313</sup> Securities and Markets Stakeholder Group 2016, s. 6.

<sup>314</sup> ESME Report 2007, s. 5.

tajia. Omaisuudensuojan vuoksi on perusteltua, että näitä oikeutettuja etuja, jotka mahdollistavat sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen, tulkitaan laajasti. Huomioon tulee voida ottaa myös se, että tiedon julkistaminen voi itse asiassa johtaa yleisöä harhaan enemmän kuin sen julkistamatta jättäminen.

Toisaalta toimivien markkinoiden tavoite tarkoittaa, että yleisön harhaanjohtaminen tulee myös huomioida. Yleisön harhaanjohtavuuden kieltämisellä turvataan markkinoiden luottamusta ja täten markkinoiden toimivuutta. Liikkeeseenlaskijan ja siihen sijoittaneiden intressit eivät saa ylittää sitä, mitä voidaan kohtuudella odottaa toimivilta markkinoilta. Niinpä ESMA:n antamat esimerkit yleisöä harhaanjohtavista tilanteista tulee ottaa vakavasti, eikä näitä voida tulkita supistavasti. Koska suojeltava oikeushyvä on yleisesti markkinoiden toimivuus, kuuluu yleisön käsitteen alle laaja joukko toimijoita. Niinpä sijoittajien lisäksi harhaanjohtavuus voi koskettaa ketä tahansa markkinoilla toimijoista.

#### 4.5 Yhteenveto

Sisäpiirisäätelyllä pyritään sekä estämään markkinoiden väärinkäyttöä että turvaamaan markkinoiden riittävä tiedonsaanti. Nämä molemmat päämäärät turvaavat markkinoiden tehokkuutta. Myös sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuudella pyritään näihin molempiin tavoitteisiin.

Vaikka sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden käyttöä markkinoiden väärinkäyttöä estävänä työkaluna voidaan kritisoida, on tämä selvästi valittu unionissa yhdeksi tavoitteeksi. Siksi onkin loogista, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus koskee nimenomaisesti samaa sisäpiiritietoa kuin käyttökiellot.<sup>315</sup> Ei siis ole perusteita tulkita sisäpiiritiedon määritelmää suppeammin silloin, kun kyse on tiedon julkistamisvelvollisuudesta.

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden laajan tulkinnan haittapuolia voidaan ehkäistä mahdollistamalla julkistamisen lykkääminen. Liikkeeseenlaskijan etuja suojataan nimenomaisesti silloin, kun sisäpiiritiedon julkistamisesta koituisi sille enemmän haittaa kuin hyötyä. Liikkeeseenlaskijan oikeutettuja etuja voidaankin tulkita laajentavasti. Toisaalta tällä suoje-

---

<sup>315</sup> Kuitenkin vain silloin, kun sisäpiiritieto koskee suoraan liikkeeseenlaskijaa.

lulla on rajansa, sillä liikkeeseenlaskijan etua ei voida suojata niissä tapauksissa, joissa sisäpiiritiedon julkistamattomuus johtaisi yleisöä harhaan. Liikkeeseenlaskijan etujen vastapainona myös yleisön käsitettä tulee tulkita laajentavasti, jotta markkinoiden toimivuus ei vaarantuisi.

## 5 Johtopäätökset

Tässä tutkielmassa olen käsitellyt liikkeeseenlaskijan velvollisuutta julkistaa sitä suoraan koskevaa sisäpiiritietoa. Kuten kappaleessa kaksi ja kolme on tullut selväksi, Suomessa sovellettiin aikaisemmasta Euroopan unionin direktiivistä huolimatta samaa kaksiosaista sisäpiiritiedon täyttymisen mallia kuin koko arvopaperimarkkinalakien voimassaoloajan oli sovellettu. Tämä johtui siitä, että markkinoiden väärinkäyttödirektiivi jätti tilaa erilaisille tulkintaratkaisuille.

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen myötä mahdollisuus kansallisesti poikkeavaan sääntelyyn poistui. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen tarkastelu johtaa siihen lopputulokseen, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta on arvioitava yhtenäisesti koko unionin alueella. Niinpä sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus määräytyy sisäpiiritiedon määritelmän perusteella.

Sisäpiiritiedon määritelmää tulee tulkita samalla tavoin sekä puhuttaessa sisäpiiritiedon syntymisestä ja siihen liittyvistä käyttökielloista että tarkasteltaessa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta. Tämä tarkoittaa, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus syntyy samaan aikaan kuin liikkeeseenlaskijaa suoraan koskeva sisäpiiritieto syntyy. Suomessa tämä tarkoittaa sitä, että sisäpiiritiedon julkistamisajankohta aikaistui.

Laajaa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta on myös kritisoitu. Pelkona on, että tämä aiheuttaa liian epävarmojen tietojen julkistamisen ja johtaa pahimmillaan tietotulvaan. Lisäksi julkistamisen ja informaation prosessoinnin kustannukset kasvavat. Myös liikkeeseenlaskijan intressit tiedon salassapitoon vaarantuvat.

On kuitenkin muistettava, että julkistamisvelvollisuus koskee vain liikkeeseenlaskijaa suoraan koskevaa sisäpiiritietoa. Kaikki tieto ei edelleenkään ole luokiteltavissa sisäpiiritiedoksi. Lisäksi on paljon sisäpiiritietoa, joka ei suoraan koske kyseistä liikkeeseenlaskijaa, eikä liikkeeseenlaskijalla ole velvollisuutta julkistaa tällaista tietoa.

Tärkeä keino laajan julkistamisvelvollisuuden haittojen poistamiseksi on myös mahdollisuus lykätä sisäpiiritiedon julkistamista. Liikkeeseenlaskijan oikeutettuja etuja on perusteltua tulkita tällaisessa tilanteessa laajasti. Toisaalta markkinoiden toimivuutta ja luottamusta turvaa rajoitus siitä, että julkistamista ei voida lykätä, jos se todennäköisesti johtaisi yleisöä har-



haan. Myös tätä edellytystä on tulkittava laajasti, jolloin liikkeeseenlaskijan laajasti tulkittavien etujen vastapainona ovat markkinoiden laajasti tulkittavat edut. Lisäksi julkistamista voidaan lykätä ainoastaan niin kauan kuin tiedon säilyminen luottamuksellisena pystytään takaamaan.

Suomessa sisäpiiritiedon julkistamisen ajankohta siis aikaistui vanhaan oikeustilaan verrattuna. Vaikka sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämismahdollisuuden käyttö saattaa myöhentää julkistamisajankohtaa, ei se ole suoraan verrattavissa vanhaan kaksiosaiseen sisäpiiritiedon täyttymisen malliin. On nimittäin hyvin mahdollista, että valmisteilla olevat päätökset, joita aikaisemman oikeustilan mukaan ei tarvinnut vielä julkistaa, eivät täytä lykkäämisedellytyksiä kaikilta osin. Siksi onkin perusteltua siirtyä vanhasta ajattelumallista uuteen. Merkitystä ei enää ole sillä, onko päätös tehty vai ei. Sen sijaan merkityksellistä on se, täyttyvätkö julkistamisen lykkäämisen edellytykset.

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden perustuminen sisäpiiritiedon määritelmään voi myös lisätä oikeusvarmuutta. Tämä johtuu siitä, että nyt liikkeeseenlaskijan velvoitteet aktivoituvat samanaikaisesti. Kun sisäpiiritieto syntyy, tekee liikkeeseenlaskija heti päätöksen joko sen julkistamisesta tai julkistamisen lykkäämisestä. Samalla alkavat sisäpiiritiedon käyttökielto ja laittoman ilmaisun kielto. Päätös julkistamisen lykkäämisestä dokumentoidaan ja samalla laaditaan sisäpiiriluetelo henkilöistä, joilla on pääsy tähän sisäpiiritietoon. Niinpä sisäpiiritiedon kanssa toimivien ei tarvitse enää ottaa huomioon useita eri ajankohtia, jolloin erilaiset velvoitteet aktivoituvat.