



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäys

Yritysjuridiikka,
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Kandidaatintutkielma

Laatija:
Janika Paavola

Ohjaaja:
Prof. Reijo Knuutinen

14.4.2026
Turku

Opiskelijan lausunto tekoölyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

En ole käyttänyt tekoölyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

Olen käyttänyt tekoölyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoölyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Yritysjuridiikka

Tekijä: Janika Paavola

Otsikko: Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäys

Ohjaaja: Prof. Reijo Knuutinen

Sivumäärä: 33 sivua + liite 1 sivu

Päivämäärä: 14.4.2026

Tutkielmassa tarkastellaan sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäystä Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (596/2014, MAR) mukaisesti. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, missä olosuhteissa liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista. Aihetta lähestytään ensin määrittelemällä sisäpiiritiedon käsite sekä tarkastelemalla julkistamisvelvollisuuden sisältöä ja tarkoitusta, minkä jälkeen analysoidaan lykkäämisen oikeudellisia edellytyksiä ja menettelyä.

Tutkielman tutkimusmenetelmänä on oikeusdogmatiikka eli lainoppi. Tutkimuksessa systematisoidaan voimassa olevaa oikeutta ja tulkitaan sisäpiiritiedon julkistamista sekä sen lykkäämistä koskevaa sääntelyä. Keskeisinä oikeuslähteinä käytetään markkinoiden väärinkäyttöasetusta, sitä täydentävää ESMA:n ohjeistusta ja komission täytäntöönpanoasetusta sekä oikeuskäytäntöä, erityisesti Euroopan unionin tuomioistuimen ratkaisua asiassa C-19/11 *Geltl v. Daimler AG* ja korkeimman oikeuden ratkaisua KKO 2024:25. Lisäksi tutkimuksessa hyödynnetään kotimaista oikeuskirjallisuutta sekä eräitä ruotsalaisia ratkaisuja lykkäämisedellytysten tulkinnan havainnollistamiseksi.

Tutkimuksen perusteella sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen on poikkeus julkistamisvelvollisuuden pääsäännöstä, ja sen sallittavuus edellyttää kaikkien MAR 17 artiklan 4 kohdan mukaisten edellytysten samanaikaista täyttymistä. Liikkeeseenlaskijalla on oltava oikeutettu etu lykkäämiseen, lykkääminen ei saa johtaa yleisöä harhaan ja tiedon luottamuksellisuuden on säilyttävä koko lykkäysajan. Erityisen tulkinnanvaraisiksi osoittautuivat oikeutetun edun ja harhaanjohtamiskiellon sisältö, kun taas luottamuksellisuuden vaatimus toimii lykkäämisen ehdottomana rajana. Tutkimuksessa havaitaan lisäksi, että lykkääminen on luonteeltaan omavastuinen, mikä korostaa liikkeeseenlaskijan harkinnan, dokumentoinnin ja jatkuvan seurannan merkitystä. Kokonaisuutena sääntely ilmentää tasapainoa markkinoiden läpinäkyvyyden ja liikkeeseenlaskijan oikeutettujen etujen välillä, mutta siihen liittyy käytännössä huomattavaa tulkinnanvaraisuutta.

Avainsanat: sisäpiiritieto, julkistamisvelvollisuus, julkistamisen lykkääminen, liikkeeseenlaskija, markkinoiden väärinkäyttöasetus, arvopaperimarkkinat

SISÄLLYS

Lyhenteet	5
1 Johdanto	6
1.1 Tutkimuksen tausta	6
1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset	7
1.3 Tutkimusmetodi ja lähteet	8
2 Sisäpiiritiedon määritelmä	9
2.1 Sisäpiiritiedon osatekijät	9
2.2 Täsmällisyys	9
2.3 Julkistamattomuus	11
2.4 Olennaisuus	13
2.5 Liitännäisyys rahoitusvälineeseen	14
3 Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus	16
3.1 Julkistamisvelvollisuuden pääsääntö	16
3.2 Julkistamisvelvollisuuden tarkoitus	16
4 Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen	19
4.1 Lykkäämisen oikeudellinen perusta	19
4.2 Lykkäämisen edellytykset	19
4.2.1 Liikkeeseenlaskijan oikeutettu etu	19
4.2.2 Markkinoiden harhaanjohtaminen	22
4.2.3 Tiedon luottamuksellisuuden säilyttäminen	24
4.3 Lykkäämismenettely	26
5 Johtopäätökset	28
Lähdeluettelo	30
Liitteet	33
Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä	33

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (746/2012)
CESR	Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitea (Committee of European Securities Regulations)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
EU	Euroopan unioni
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
FIVA	Finanssivalvonta
HE	hallituksen esitys
KKO	korkein oikeus
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

1 Johdanto

1.1 Tutkimuksen tausta

Rahoitusmarkkinoiden toimivuudella on merkittävä vaikutus taloudelliseen kasvuun, investointeihin ja pääomien tehokkaaseen kohdentumiseen.¹ Arvopaperimarkkinat muodostavat osan rahoitusmarkkinoista, joilla käydään kauppaa arvopapereilla sekä välitetään rahoitusta yrityksille ja muille toimijoille. Arvopaperimarkkinoilla hinnat muodostuvat saatavilla olevan olennaisen informaation perusteella: kun liikkeeseenlaskijaa² koskevaa merkittävää tietoa julkistetaan, markkinaosapuolet arvioivat sen vaikutuksen ja arvopaperin hinta mukautuu vastaamaan uutta tietoa. Jotta arvopapereiden hinnat määräytyisivät markkinoilla mahdollisimman tehokkaasti, sijoittajien on voitava luottaa siihen, että yhtiötä koskeva olennainen tieto julkistetaan ajallaan. Jos osa markkinatoimijoista voi hyödyntää julkistamatonta tietoa ennen muita, markkinoiden tasapuolisuus vaarantuu ja hinnanmuodostuksen luotettavuus heikkenee.

Markkinoiden väärinkäyttö, kuten sisäpiirikaupat, sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen ja markkinoiden manipulointi, heikentää sijoittajien luottamusta ja vähentää rahoitusmarkkinoiden toimivuutta.³ Tästä syystä markkinoiden väärinkäytön ehkäiseminen on unionin tasolla nähty keskeiseksi osaksi sisämarkkinoiden sääntelyä. Finanssikriisin jälkeisessä sääntelyuudistuksessa korostui tarve vahvemmalle ja yhdenmukaisemmalle sääntelykehykselle, sillä aiempi direktiivipohjainen⁴ sääntely johti jäsenvaltioiden välisiin eroihin ja mahdollisiin kilpailun vääristymiin.⁵ Näin markkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely annettiin asetuksena, jotta säännöt olisivat suoraan sovellettavia ja yhdenmukaisia kaikissa jäsenvaltioissa Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 114 artiklan mukaisesti.⁶

Säännellyllä markkinalla⁷ kaupankäynnin kohteena olevaa arvopaperia koskevan sisäpiiritiedon julkistamisesta säädetään Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksessa markkinoiden

¹ MAR johdanto-osa, perustelukappale 1.

² Liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Ks. Arvopaperimarkkinalaki (746/2012) Luku 2 2 §.

³ MAR johdanto-osa, perustelukappaleet 2 ja 7.

⁴ Aiemmin markkinoiden väärinkäytöstä säädettiin Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivillä (2003/6/EY, MAD).

⁵ MAR johdanto-osa, perustelukappale 3.

⁶ MAR johdanto-osa, perustelukappaleet 4 ja 5.

⁷ Säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, jossa rahoitusvälineitä koskevat osto- ja myyntitarjoukset saatetaan yhteen markkinan sääntöjen mukaisesti siten, että tuloksena syntyy sitova kauppa. Ks. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (1070/2017) 2 §.

väärinkäytöstä (596/2014, MAR). Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus on keskeinen keino ehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä, ja se on osa niin sanottua jatkuvaa, tapahtumaperusteista tiedonantovelvollisuutta. Toisin kuin määrääjain julkaistavat tilinpäätökset tai osavuosikatsaukset, sisäpiiritiedon julkistaminen ei perustu ennalta määrättyihin ajankohtiin, vaan velvollisuus aktivoituu silloin, kun asetuksessa määritelty olennainen tieto syntyy.⁸ Tämän vuoksi sääntelyn keskeinen haaste on määritellä riittävän täsmällisesti, mutta samalla joustavasti, millaiset tilanteet laukaisevat julkistamisvelvollisuuden.

Julkistamisvelvollisuus tukee markkinoiden tehokkuutta vähentämällä informaatioepäsymmetriaa ja varmistamalla, että markkinahinnat heijastavat olennaista tietoa ilman aiheetonta viivytystä. Samalla sääntelyyn liittyy kustannuksia ja tulkinnallisia haasteita liikkeeseenlaskijoille. Liian laaja tulkinta voi johtaa varovaisuuden korostamiseen ja hallinnollisten rasitteiden lisääntymiseen, kun taas liian suppea tulkinta voi heikentää markkinoiden läpinäkyvyyttä. Tämän jännitteen keskellä markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa säädetään mahdollisuudesta lykätä sisäpiiritiedon julkistamista tietyn edellytyksin. Lykkäämissääntely ilmentää tasapainoa markkinoiden läpinäkyvyyden ja liikkeeseenlaskijan oikeutettujen etujen välillä.

1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on selvittää, *missä olosuhteissa liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista MAR:n mukaisesti*. Varsinaista tutkimuskysymystä tukevat kaksi apukysymystä: *mitä on sisäpiiritieto MAR 7 artiklan mukaisessa merkityksessä, ja mikä on sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden sisältö ja tarkoitus?* Ilman näihin kysymyksiin vastaamista ei ole mahdollista arvioida lykkäämisen edellytyksiä, sillä lykkäämisoikeus edellyttää ensinnäkin, että tieto ylittää sisäpiiritiedon tunnusmerkit, ja toiseksi, että sille on syntynyt julkistamisvelvollisuus.

Tutkielma on rajattu koskemaan liikkeeseenlaskijoita, joiden rahoitusvälineet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla – käytännössä Nasdaq Helsinki Oy:ssä, eli Helsingin pörssissä noteerattuja yhtiöitä. Rajaus sulkee ulkopuolelle monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän, kuten First North -markkinapaikan, jossa tiedonantovaatimukset ovat kevyemmät.⁹ Näin on mahdollista systematisoida sääntelyn pääsisältö ilman, että eri markkinapaikkojen poikkeukset hämärtävät analyysejä. Tutkielman ulkopuolelle jää myös sisäpiiritiedon käyttö rikosoikeudellisena kysymyksenä,

⁸ Gargantini – Di Noia 2025, s. 74.

⁹ Ks. FIVA, liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus.

sillä vaikka MAR kieltää sisäpiiritiedon hyväksikäytön, väärinkäyttörikokset kuuluvat rikoslain¹⁰ alaisuuteen eivätkä liity suoraan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen.

1.3 Tutkimusmetodi ja lähteet

Tutkielman tutkimusmenetelmänä on oikeusdogmatiikka eli lainoppi. Lainopillinen metodi pyrkii selvittämään voimassa olevan oikeuden sisältöä tulkitsemalla ja systematisoimalla oikeusnormeja.¹¹ Tässä tutkielmassa lainopillista metodologiaa käyttäen systematisoidaan sisäpiiritiedon julkistamista ja sen lykkäämistä koskeva sääntelykehikko sekä arvioidaan, miten sääntelyn eri tasot suhteutuvat toisiinsa. Tutkimuskysymyksen luonne edellyttää erityisesti tulkintaa, sillä MAR:n sanamuoto jättää useissa kohdissa liikkumavaraa, jonka täyttäminen edellyttää oikeuslähteiden kokonaisvaltaista tarkastelua. Tämän vuoksi tutkielmassa pyritään systematisoimaan, milloin tieto kuuluu liikkeeseenlaskijan julkistamisvelvollisuuden piiriin ja milloin sen julkistamista voidaan lykätä.

Tutkielman tärkein oikeuslähde on Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä, joka on suoraan sovellettavaa EU-oikeutta ja muodostaa sisäpiiritiedon ja julkistamisvelvollisuuden sääntelyn keskeisen perustan. MAR:ta täydentää Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) ohjeistus, erityisesti sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämistä koskevat ohjeet¹², jotka ovat keskeinen tulkintaväline lykkäämisedellytysten arvioinnissa. Myös ESMA:n edeltäjän, Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (CESR), ohjeet ovat edelleen relevantteja MAR:n tulkinnassa siltä osin kuin ne vastaavat asetuksen systematiikkaa. Komission täytäntöönpanoasetus (2016/1055) täsmentää lykkäämismenettelyyn liittyviä teknisiä vaatimuksia.

Oikeuskäytännön osalta keskeisimmät lähteet ovat Euroopan unionin tuomioistuimen (EUT) ratkaisu C-19/11 *Geltl v. Daimler AG*, jossa täsmennettiin täsmällisyysvaatimuksen tulkintaa, sekä korkeimman oikeuden ratkaisu KKO 2024:25, jossa on arvioitu sisäpiiritiedon täsmällisyyttä ja olennaisuutta suomalaisessa kontekstissa. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa keskeisiä lähteitä ovat Knutsin, Turtiaisen sekä Häyrysen ja Kajalan teokset, jotka muodostavat suomalaisen sisäpiirisääntelyn tulkinnan ytimen. On kuitenkin huomattava, että osa oikeuskirjallisuudesta on laadittu ennen MAR:n voimaantuloa, jolloin tulkintoja on arvioitava suhteessa asetuksen sanamuotoon ja systematiikkaan.

¹⁰ Rikoslain (39/1889) 51 luvun nojalla rangaistavaa on sisäpiiritiedon käyttäminen hyväksi muun muassa rahoitusvälineen hankinnassa tai luovutuksessa, sisäpiiritiedon ilmaiseminen sekä törkeissä tapauksissa törkeä sisäpiiritiedon väärinkäyttö.

¹¹ Hirvonen 2011, s. 38–40.

¹² ESMA 2016/1478.

2 Sisäpiiritiedon määritelmä

2.1 Sisäpiiritiedon osatekijät

Jotta voidaan arvioida, millaisissa tilanteissa liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan mukaisesti, on ensiksi määritettävä sisäpiiritiedon käsite. Sisäpiiritiedon määritelmä on ratkaiseva kahdesta näkökulmasta: se määrittää sekä sisäpiiritiedon käyttökiellon alkamisajankohdan että liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden eli velvollisuuden julkistaa tieto mahdollisimman pian.¹³ Julkistamisvelvollisuus syntyy ainoastaan silloin, kun tieto täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkit.¹⁴ Ilman selkeää käsitystä siitä, milloin tiedon voidaan katsoa olevan sisäpiiritietoa, ei ole mahdollista arvioida myöskään sitä, voidaanko tiedon julkistamista lykätä.

Sisäpiiritiedon määritelmä perustuu MAR 7 artiklaan, jossa se määritellään luonteeltaan täsmälliseksi ja julkistamattomaksi tiedoksi, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja jolla julkistettuna olisi todennäköisesti huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaisten hintoihin. Oikeuskirjallisuudessa sisäpiiritiedon osatekijöiden määritelmä on tavallisesti hahmotettu joko kolmen tai neljän osatekijän kautta.¹⁵ Toisinaan rahoitusvälineliitännäisyyden ei ole katsottu olevan erillinen osatekijänä, vaan sen on katsottu sisältyvän olennaisuusvaatimukseen.¹⁶ Tässä tutkielmassa sisäpiiritiedon määritelmä jaotellaan kuitenkin neljään osatekijään, sillä rahoitusvälineliitännäisyys omana tekijänä auttaa jäsentelemään sitä, milloin tieto kuuluu liikkeeseenlaskijan julkistamisvelvollisuuden piiriin.¹⁷

2.2 Täsmällisyys

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 7 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiiritiedon on oltava luonteeltaan täsmällistä. Täsmällisyysvaatimus rajaa sisäpiiritiedon käsitteen ulkopuolelle sellaiset markkinoilla liikkuvat tiedot, jotka perustuvat pelkkiin markkinahuhuihin tai spekulatioon.¹⁸ Arvioinnissa keskeistä on se, pohjautuuko tieto todennettavissa oleviin seikkoihin ja riittävään tosiasialliseen

¹³ Turtiainen 2022, s. 526.

¹⁴ MAR 17 artikla.

¹⁵ Knuts 2011, s. 27–29.

¹⁶ Turtiainen 2022, s. 528–530.

¹⁷ Turtiainen 2022, s. 529; Ks. Knuts 2011, s. 28.

¹⁸ CESR06/562b, kohta 1.5; HE 137/2004, s. 60.

perustaan. Pelkkä spekulatio ei täytä sisäpiiritiedon täsmällisyysvaatimusta, eikä liikkeeseenlaskijalla lähtökohtaisesti ole velvollisuutta reagoida tällaisiin huhuihin.¹⁹

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 7 artiklan 2 kohdan mukaan tietoa pidetään luonteeltaan täsmällisenä, jos se täyttää kaksi keskeistä edellytystä. Ensinnäkin tiedon tulee viitata olosuhteisiin, jotka ovat jo ilmenneet tai joiden voidaan kohtuudella odottaa ilmenevän, taikka tapahtumaan, joka on tapahtunut tai jonka voidaan kohtuudella odottaa tapahtuvan.²⁰ Toiseksi, tiedon tulee olla riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineen tai siihen liittyvän johdannaissopimuksen hintaan.²¹ Jo toteutuneet tapahtumat tai olosuhteet ovat tietona luonteeltaan lähtökohtaisesti tarkkoja ja luotettavia.²² Sen sijaan tulevia tapahtumia koskevan tiedon osalta arviointi on monimutkaisempaa, sillä tällöin on tarkasteltava, voidaanko tapahtuman toteutumista pitää riittävän todennäköisenä.

Täsmällisyysvaatimuksen ulkopuolelle jää sellainen tieto, jossa olosuhteen tai tapahtuman toteutuminen on vain vähäisessä määrin mahdollista tai selvästi epätodennäköisempää kuin toteutumatta jääminen. Täsmällisyys ei kuitenkaan edellytä yhden ainoan lopputuloksen varmistumista. Myös tieto vaihtoehtoisista tapahtumakuluista voi olla riittävän täsmällistä, jos vaihtoehdot ovat valmistelun kannalta riittävän pitkälle edenneitä.²³ Tällöin esimerkiksi yhtiön vaihtoehtoiset strategiset suunnitelmat voivat täyttää täsmällisyysvaatimuksen, vaikka lopullista ratkaisua ei olisi vielä tehty.

Täsmällisyysvaatimus ei edellytä, että tapahtuma olisi jo varmistunut. Myös keskeneräiset tai valmisteilla olevat hankkeet voivat täyttää täsmällisyysvaatimuksen, mikäli niiden toteutumiselle on olemassa todellinen mahdollisuus. Korkein oikeus on ratkaisussaan KKO 2024:25 käsitellyt epävarmojen tapahtumien osalta tiedon täsmällisyyttä. Ratkaisussaan korkein oikeus toteaa, että myös valmisteilla olevia tai keskeneräisiä hankkeita koskeva tieto voi olla luonteeltaan täsmällistä, mikäli hankkeen toteutumiselle on ollut tosiasiallinen mahdollisuus. Ratkaisussa korostettiin lisäksi, ettei sillä ole ratkaisevaa merkitystä, vaikka jotkin hankkeen toteutumiseen tai arvoon liittyvät seikat olisivat vielä epävarmoja.

Myös Euroopan unionin tuomioistuin on tarkastellut täsmällisyysvaatimusta ratkaisussaan C-19/11 *Geltl v. Daimler AG*. EUT katsoi, että erityisesti pitkäkestoisissa ja vaiheittain etenevissä

¹⁹ Turtiainen 2022, s. 529–530.

²⁰ MAR 7 artikla.

²¹ Ibid.

²² Turtiainen 2022, s. 530.

²³ HE 32/2012, s. 156.

menettelyissä täsmällisinä tietoina voidaan pitää myös tällaisen prosessin välivaiheita, mikäli ne liittyvät olosuhteen tai tapahtuman ilmenemiseen. Tuomioistuimen mukaan tiedon täsmällisyyttä arviotaessa on tarkasteltava kokonaisuutena sitä, onko olemassa todellinen mahdollisuus kyseisen tapahtuman toteutumiselle.²⁴ Kyseistä arviointia on luonnehdittu myös niin sanotuksi järkevien odotusten testiksi.²⁵ Näin ollen myös keskeneräiset tai valmisteluvaiheessa olevat päätökset voivat muodostaa täsmällistä tietoa, jos niiden toteutumista voidaan objektiivisesti arvioiden pitää mahdollisena.

Oikeuskäytännön perusteella voidaan siten todeta, että täsmällisyysvaatimuksen tarkoituksena ei ole rajata sisäpiiritiedon käsitettä ainoastaan täysin varmoihin tapahtumiin. Sen sijaan ratkaisevaa on se, onko tiedolla riittävä tosiasiallinen perusta ja voidaanko sen perusteella arvioida tapahtuman mahdollisia vaikutuksia rahoitusvälineen hintaan.

2.3 Julkistamattomuus

Julkistamattomuus on yksi sisäpiiritiedon neljästä edellytyksestä. Se tarkoittaa, että tietoa ei ole saatettu yleisesti markkinoiden saataville siten, että sijoittajilla olisi tosiasiallinen mahdollisuus hankkia ja hyödyntää sitä päätöksenteossa.²⁶ Arviointi ei rajoitu muodolliseen julkistamiseen, vaan keskeistä on tiedon tosiasiallinen saavutettavuus ja sen vaikutus markkinoilla. Tällöin keskeiseksi kysymykseksi nousee, milloin tietoa voidaan pitää julkisena.

Julkistamattomuuden keskeinen arviointikriteeri on tiedon saatavuus markkinoilla. Tieto säilyy julkistamattomana, kunnes sijoittajilla on ollut realistinen mahdollisuus päästä siihen käsiksi.²⁷ Tiedon katsotaan tulleen markkinoiden saataville silloin, kun se on joko asianmukaisesti julkistettu – tyypillisesti pörssitiedotteella MAR 17 artiklan mukaisesti – tai muutoin tosiasiallisesti saatavilla siten, että se tavoittaa markkinat riittävässä laajuudessa ja on sijoittajien hyödynnettävissä.²⁸ Ratkaisevaa ei siten ole julkistamisen muoto vaan se, onko tieto käytännössä sijoittajien saatavilla.

Tieto voi menettää sisäpiirilunonteensa myös muulla tavoin kuin virallisen julkistamisen kautta. Esimerkiksi tietovuodon, kolmannen osapuolen toiminnan tai virheellisen julkistamisen seurauksena markkinoille levinnyt tieto ei välttämättä enää ole sisäpiiritietoa, mikäli se on tosiasiallisesti

²⁴ Ks. Asia C-19/11, Geltl, kohta 49.

²⁵ Di Noia – Gargantini 2012, s. 492.

²⁶ Turtiainen 2022, s. 536.

²⁷ Ibid.

²⁸ Turtiainen 2022, s. 536. Ks. Knuts 2011, s. 67–69.

sijoittajien saatavilla ja hyödynnettävissä.²⁹ Esimerkiksi internetissä tai tiedotuskanavien julkaisemaa tietoa ei pidetä sisäpiiritietona, edellyttäen, että tieto on ollut vapaasti sijoittajien käytettävissä.³⁰ Paikallislehdessä julkaistua tietoa ei sen sijaan lähtökohtaisesti voida pitää yleisesti saatavilla olevana.³¹ Ratkaisevaa on tällöinkin tiedon todellinen levinneisyys ja saavutettavuus markkinoilla. Julkistamattomuuden arviointi kytkeytyy tässä yhteydessä myös tiedon vaikutukseen rahoitusvälineiden hintaan: kun tieto on välittynyt tehokkaasti markkinahintaan, sillä ei enää ole sellaista informaatioetua, joka oikeuttaisi sen pitämisen sisäpiiritietona.³²

Tiedon jakaminen rajatulle henkilöpiirille ei lähtökohtaisesti poista sen julkistamattomuutta, sillä tällainen tieto ei ole yleisesti markkinoiden saatavilla eikä siten välttämättä heijastu rahoitusvälineen hintaan.³³ Tilanteissa, joissa tieto kuitenkin leviää ammattimaisten sijoittajien keskuudessa ja heijastuu tehokkaasti markkinahintaan, voidaan perusteltuna pitää, että tieto on käytännössä markkinoiden saatavilla, vaikka sitä ei olisi virallisesti julkaistu.³⁴ Lisäksi on huomattava, että jotta tieto lakkaisi olemasta sisäpiiritietoa, sen on oltava riittävän täsmällistä ja kattavaa. Osittainen tai puutteellinen informaatio ei yksin riitä poistamaan sisäpiirilunnonetta.³⁵

Sisäpiiriläisten asema tuo arviointiin uuden ulottuvuutensa. Vaikka tieto olisi tullut julkisuuteen esimerkiksi tietovuodon seurauksena, sisäpiiriläisillä on kaupankäyntikielto niin kauan kuin tietoa ei ole julkistettu asianmukaisesti.³⁶ Tämä ilmentää markkinoiden väärinkäyttöasetuksen keskeistä tavoitetta – sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun turvaamista ja epäoikeudenmukaisen informaatioedun estämistä sekä markkinoiden luotettavuuden ylläpitämistä.

Julkistamattomuudella on keskeinen merkitys sekä sisäpiirikauppojen käyttökiellon että liikkeenlaskijan tiedonantovelvollisuuden kannalta. Käyttökielto on voimassa niin kauan kuin julkistamattomuuden edellytys täyttyy. Vastaavasti liikkeenlaskijan velvollisuus julkistaa tieto mahdollisimman pian lakkaa vasta, kun tieto ei enää täytä sisäpiiritiedon kriteereitä – julkistamattomuus määrittää siten tiedonantovelvollisuuden ajallisen ulottuvuuden.³⁷

²⁹ CESR06/562b, kohta 1.9; Ks. Myös Knuts 2011, s. 69.

³⁰ Häyrynen – Kajala 2013, s. 401.

³¹ Häyrynen – Kajala 2013, s. 402.

³² Turtiainen 2022, s. 537.

³³ Turtiainen 2022, s. 539.

³⁴ Ibid.

³⁵ Häyrynen – Kajala 2013, s. 404.

³⁶ Häyrynen – Kajala 2013, s. 403.

³⁷ Knuts 2011, s. 59.

2.4 Olennaisuus

Sisäpiiritiedon kolmantena osatekijänä on tiedon todennäköinen olennainen vaikutus rahoitusvälineen hintaan. MAR 7 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiiritiedolla tarkoitetaan tietoa, jolla julkistettuna olisi todennäköisesti olennainen vaikutus rahoitusvälineen hintaan. Vaikka tieto olisi täsmällistä ja julkistamatonta, sitä ei voida pitää sisäpiiritietona, ellei se ole riittävän merkityksellistä hinnanmuodostuksen kannalta.

Olennaisuuden arvioinnin keskiössä on niin sanottu järkevän sijoittajan testi.³⁸ Järkevällä sijoittajalla viitataan hypoteettiseen, huolellisesti ja rationaalisesti toimivaan sijoittajaan.³⁹ Tiedolla katsotaan olevan todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan, jos järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi sitä yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.⁴⁰ Tiedon ei tarvitse olla ratkaiseva tekijä, vaan riittää, että se vaikuttaa sijoittajan arvioon yhdessä muiden tietojen kanssa.⁴¹ MAR:n myötä sääntelyn painopiste on lisäksi siirtynyt rahoitusvälineen arvon muutoksen arvioinnista nimenomaan hinnan muutoksen tarkasteluun, mikä korostaa markkinaosapuolten näkökulmaa ja järkevän sijoittajan testin keskeistä asemaa.

Olennaisuutta on arvioitava *ex ante* -näkökulmasta eli niiden tietojen perusteella, jotka olivat saatavilla ennen päätöksentekoa.⁴² Vaikka jälkikäteen kurssikehitys voi toimia viitteenä tiedon merkityksellisyydestä, olennaisuusvaatimuksen täytyminen ei edellytä, että hinnassa tosiasiallisesti tapahtuu muutosta, eikä myöskään, että hintavaikutuksen suunta olisi ennakoitavissa. EUT on ratkaisussaan C-628/13, *Lafonta v. Autorité des marchés financiers*, korostanut, ettei tiedon merkityksellisyyden arviointi edellytä mahdollisuutta päätellä, johtaako tieto hinnan nousuun vai laskuun.⁴³ Riittävää on, että tiedolla on todennäköisesti vaikutusta hintaan suunnasta riippumatta. Arviointi perustuu siten ennakkolliseen todennäköisysharkintaan, ei toteutuneeseen lopputulokseen.

Korkein oikeus on käsitellyt olennaisuuden määritelmää ratkaisussaan KKO 2024:25 ja vahvistanut, että olennaisuuskriteerin täytyminen ei edellytä hintavaikutuksen olevan yksiselitteisesti positiivinen tai negatiivinen, eikä toteutuneen kurssivaikutuksen selvittämistä edellytetä tiedon olennaisuuden osoittamiseksi. Ratkaisussa katsottiin kuitenkin, että jälkikäteinen kurssikehitys voi toimia

³⁸ CESR06/562b, kohta 1.11.

³⁹ Ks. Turtiainen 2022, s. 541.

⁴⁰ Häyrynen – Kajala 2013 s. 415; Gargantini – Di Noia 2025, s. 81.

⁴¹ Ibid.

⁴² Häyrynen – Kajala 2013, s. 414.

⁴³ Ks. Asia C-628/13, *Lafonta*, kohta 36 ja 37.

vahventavana todisteena olennaisuuden arvioinnissa. Kyseisessä tapauksessa yhtiön osakkeen nousujohteinen arvonkehitys tapahtuma-aikaan otettiin huomioon tässä merkityksessä. Jälkikäteen ilmennyt kurssivaikutus voi siten olla osoitus siitä, että tietoa on hyödynnetty sijoituspäätöstä tehdessä.

Arvioinnissa on otettava huomioon useita tietoon ja markkinaympäristöön liittyviä tekijöitä. Keskeisiä seikkoja ovat tapahtuman odotettavissa oleva laajuus suhteessa liikkeeseenlaskijan koko toiminnan taustaa vasten, tiedon merkitys rahoitusvälineen hinnanmuodostuksen kannalta sekä tietolähteen luotettavuus.⁴⁴ Markkinatekijät, kuten hinnan vaihtelut, volatilitteetti, likviditeetti ja kysynnän taso, vaikuttavat niin ikään siihen, miten merkittävänä tietoa voidaan pitää.⁴⁵ Olennaisuudelle ei ole asetettu kiinteitä prosentuaalisia raja-arvoja, vaan hintavaikutuksen merkittävyyttä on arvioitava tapauskohtaisesti. Esimerkiksi hyvin likvideillä ja laajasti seuratuilla yhtiöillä jo suhteellisen pieni hinnanmuutos voi olla merkityksellinen, kun taas vähemmän likvideillä arvopapereilla edellytetään usein suurempaa muutosta, jotta vaikutusta voidaan pitää huomattavana.⁴⁶

2.5 Liitännäisyys rahoitusvälineeseen

Sisäpiiritiedon määritelmän viimeisenä osatekijänä käsitellään rahoitusvälineliitännäisyyttä. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 7 artiklan mukaan sisäpiiritiedon edellytyksenä on, että tieto liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen. Kyseinen osatekijä määrittää sen, kuuluuko tieto ylipäätään sisäpiirisääntelyn soveltamisalaan, ja toimii siten eräänlaisena kynnyskriteerinä sisäpiiritiedon tunnistamisessa.

Rahoitusvälineliitännäisyys jaotellaan tyypillisesti suoraan tai välilliseen liitännäisyyteen. Suorassa liitännäisyydessä tieto koskee välittömästi liikkeeseenlaskijan toimintaa, taloudellista asemaa tai sen liikkeeseen laskemaa rahoitusvälinettä.⁴⁷ Tällainen tieto on sääntelyn näkökulmasta keskeisintä, sillä se laukaisee pääsääntöisesti liikkeeseenlaskijalle MAR 17 artiklan mukaisen velvollisuuden julkistaa sisäpiiritieto mahdollisimman pian. Suoraan liitännäistä tietoa ovat esimerkiksi tiedot tuloskehityksestä ja tulosvaroituksista, yritysjärjestelyistä, merkittävistä investoinneista, johdon tai hallituksen muutoksista sekä osakeanteja tai omien osakkeiden takaisinosto-ohjelmia koskevista

⁴⁴ MAR johdanto-osa, perustelukappale 14; CESR06/562b, kohta 1.13.

⁴⁵ CESR06/562b, kohta 1.13.

⁴⁶ Ks. CESR/06-562b, kohta 1.13.

⁴⁷ Turtiainen 2022, s. 529.

päätöksistä.⁴⁸ Myös immateriaalioikeuksiin, kuten patenteihin tai lisensseihin, liittyvät olennaiset tapahtumat voivat muodostaa suoraan liikkeeseenlaskijaan liittyvää sisäpiiritietoa.⁴⁹

Rahoitusvälineliitännäisyys ei edellytä, että tieto koskisi suoraan kaupan kohteena olevaa arvopaperaa, vaan on riittävää, että tiedolla on vaikutusta yhteen tai useampaan arvopaperiin tai jopa yleisesti arvopaperimarkkinoihin.⁵⁰ Tällainen välillisesti liitännäinen tieto on usein peräisin liikkeeseenlaskijan ulkopuolisista lähteistä ja on luonteeltaan yleisempää markkinainformaatiota.⁵¹ Esimerkkejä ovat keskuspankkien korkopäätökset, viranomaisten sääntelyratkaisut, luokituslaitosten arviot, analyytikoiden suositukset, virallisten tilastojen julkaisemattomat tiedot sekä muutokset markkinaindekseissä.⁵² Vaikka välillisesti liitännäinen tieto voi täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkistön ja synnyttää sen hallussapitäjälle sisäpiirikauppojen käyttökiellon, se ei yleensä aiheuta liikkeeseenlaskijalle itselleen tiedonantovelvollisuutta, ellei tieto samalla kohdistu suoraan sen toimintaan.⁵³ On lisäksi huomattava, että rahoitusvälineliitännäisyys ei rajoitu yksittäisiin rahoitusvälineisiin: tieto voi olla liitännäistä myös silloin, kun se vaikuttaa laajemmin rahoitusvälineiden hinnanmuodostukseen tai koko arvopaperimarkkinaan.⁵⁴ Esimerkiksi tieto merkittävästä makrotaloudellisesta toimenpiteestä, kuten valuutan devalvaatiosuunnitelmasta, voi olla sisäpiiritietoa, koska se on omiaan vaikuttamaan laajasti eri rahoitusvälineiden hintoihin.⁵⁵

Oikeuskirjallisuudessa rahoitusvälineliitännäisyyden merkitys korostuu erityisesti tiedonantovelvollisuuden rajaamisessa. Vaikka osatekijä toisinaan limittyy olennaisuusvaatimuksen kanssa, sen tarkastelu erillisenä kriteerinä selkeyttää analyysia siitä, milloin tieto kuuluu nimenomaan liikkeeseenlaskijan oman julkistamisvelvollisuuden piiriin, ja vastaavasti, missä tilanteissa liikkeeseenlaskijalla voi olla mahdollisuus lykätä tiedon julkistamista MAR 17 artiklan nojalla.⁵⁶

⁴⁸ HE 254/1998, s. 34.

⁴⁹ CESR06/562b, kohta 1.15.

⁵⁰ Häyrynen 2006, s. 106.

⁵¹ Turtiainen 2022, s. 529.

⁵² CESR06/562b, kohta 1.16.

⁵³ Turtiainen 2022, s. 529; CESR06/562b, kohta 1.16.

⁵⁴ HE 254/1998, s. 34.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Knuts 2011, s. 28.

3 Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus

3.1 Julkistamisvelvollisuuden pääsääntö

Julkistamisvelvollisuudella tarkoitetaan arvopaperien liikkeeseenlaskijan velvollisuutta ilmoittaa yleisölle mahdollisimman pian sisäpiiritiedosta, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaa. Velvollisuus perustuu markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 17 artiklan 1 kohtaan ja muodostaa osan liikkeeseenlaskijan jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta. Kansallisella tasolla sääntelyä täydentää arvopaperimarkkinalaki (746/2012, AML).

Julkistamisvelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijoita, joiden rahoitusvälineet ovat kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla.⁵⁷ Velvollisuus koskee yksinomaan MAR 7 artiklassa määriteltyä sisäpiiritietoa: tiedon on oltava täsmällistä, julkistamatonta ja rahoitusvälineeseen liitännäistä sekä todennäköisesti merkittävästi rahoitusvälineen hintaan vaikuttavaa. Vasta näiden edellytysten täytyessä liikkeeseenlaskijalle syntyy MAR 17 artiklan mukainen julkistamisvelvollisuus.

Ilmaisu ”mahdollisimman pian” viittaa siihen, että liikkeeseenlaskijan on julkistettava suoraan sitä koskeva sisäpiiritieto ilman aiheetonta viivytystä heti, kun tieto on syntynyt ja täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkit. Käytännössä vaatimus tarkoittaa lyhintä mahdollista teknistä ja hallinnollista aikaa, jonka kuluessa liikkeeseenlaskija kykenee varmistamaan tiedon sisällön ja saattamaan sen markkinoiden tietoon.⁵⁸ Vaikka pääsääntönä on sisäpiiritiedon julkistaminen mahdollisimman pian, MAR sallii tietyin edellytyksin julkistamisen lykkäämisen. Kyseessä on kuitenkin poikkeus pääsäännöstä, jonka soveltamisedellytyksiä tarkastellaan tarkemmin jäljempänä.

3.2 Julkistamisvelvollisuuden tarkoitus

Julkistamisvelvollisuuden taustalla on liikkeeseenlaskijan ja sijoittajien välinen informaatioasymmetria. Ilman velvoittavaa sääntelyä liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisillä olisi käytössään sellaista olennaista tietoa, joka ei olisi muiden markkinaosapuolten saatavilla. Tällainen tiedollinen epätasapaino heikentäisi sijoittajien mahdollisuuksia tehdä perusteltuja sijoituspäätöksiä ja vääristäisi hinnanmuodostusta.⁵⁹

⁵⁷ MAR 17 artikla; FIVA, liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus.

⁵⁸ Hansen 2017, s. 30.

⁵⁹ Hansen 2017, s. 32.

Julkistamisvelvollisuuden välittömänä tavoitteena on estää tilanteet, joissa yksittäiset markkinatoimijat voisivat hyödyntää julkistamatonta tietoa muiden sijoittajien kustannuksella. Tiedon tullessa julkiseksi se lakkaa olemasta sisäpiiritietoa, jolloin sen hyödyntäminen ei enää anna perusteetonta kilpailuetua. Julkistamisvelvollisuus on siten keskeinen väline sijoittajansuojan toteutumisessa.

Julkistamisvelvollisuus on asetettu nimenomaan liikkeeseenlaskijalle, koska juuri sillä on ensisijainen pääsy omaa toimintaansa, taloudellista asemaansa ja päätöksentekoaan koskevaan tietoon. Tämän vuoksi julkistamisvastuu kohdistuu luontevasti siihen tahoon, jonka piirissä tieto syntyy ja jonka määräysvallassa se ensikädessä on. Liikkeeseenlaskijalla on parhaat edellytykset tunnistaa julkistamisvelvollisuuden kannalta merkityksellinen tieto ja arvioida sen mahdollista vaikutusta rahoitusvälineen hintaan sekä ratkaista, täyttääkö tieto sisäpiiritiedon tunnusmerkit.

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus eroaa kuitenkin olennaisesti säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Toisin kuin tilinpäätösten ja osavuosikatsausten julkaiseminen, sisäpiiritiedon julkistaminen ei perustu ennalta määrättyihin ajankohtiin, vaan velvollisuus aktivoituu tapahtumaperusteisesti heti, kun tieto täyttää sisäpiiritiedon tunnusmerkit. Tämä tekee sääntelystä liikkeeseenlaskijan kannalta erityisen vaativaa, sillä sen on arvioitava tiedon julkistamistarvetta reaaliaikaisesti tilanteissa, jossa tapahtumat ovat vielä keskeneräisiä tai niiden merkitys osittain avoin.

Julkistamisvelvollisuuden tarkoitusta voidaan tarkastella myös informaatioekonomisesta näkökulmasta. Kaiken saatavilla olevan tiedon julkistaminen ei välttämättä edistä markkinoiden tehokkuutta, vaan tiedon määrän kasvaessa sen hyödyllisyys voi heikentyä. Oikeuskirjallisuudessa onkin korostettu, että tiedonantovelvollisuuden optimaalinen taso saavutetaan vasta silloin, kun julkistamisesta saatava hyöty sijoittajalle ylittää siitä aiheutuvat kustannukset.⁶⁰ Liiallinen tai heikkolaatuinen tiedonanto voi johtaa tilanteeseen, jossa markkinoille syntyy niin sanottua ”kohinaa”, joka vaikeuttaa olennaisen tiedon tunnistamista ja siten heikentää hinnanmuodostuksen tehokkuutta.

Julkistamisvelvollisuudella on siten kaksinainen funktio. Yhtäältä sen tarkoituksena on estää perusteettoman informaatioedun syntyminen ja turvata sijoittajansuoja, toisaalta taas edistää markkinoiden tehokkuutta ja hinnanmuodostusta. Nämä tavoitteet eivät kuitenkaan kaikissa tilanteissa ole täysin jännitteettömiä, sillä epävarman tai keskeneräisen tiedon välitön julkistaminen voi joissakin tilanteissa lisätä markkinoiden volatiliteettia tai antaa harhaanjohtavan kuvan liikkeeseenlaskijan tilanteesta. Juuri tästä syystä markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa on katsottu tarpeelliseksi säätää

⁶⁰ Knuts 2016, s. 507.

mahdollisuudesta lykätä sisäpiiritiedon julkistamista tietyin edellytyksin. Lykkäämismahdollisuutta ei voida ymmärtää vain poikkeuksena julkistamisvelvollisuudesta, vaan osana samaa sääntelykokonaisuutta, jolla pyritään samanaikaisesti turvaamaan sekä markkinoiden läpinäkyvyys että tiedon oikea-aikainen ja tarkoituksenmukainen välittyminen markkinoille.

4 Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen

4.1 Lykkäämisen oikeudellinen perusta

MAR 17 artiklan 4 kohta muodostaa lykkäämiselle oikeudellisen perustan poikkeuksena julkistamisvelvollisuuden pääsääntöön. Lykkääminen ei poista liikkeeseenlaskijan julkistamisvelvollisuutta, vaan ainoastaan siirtää sen toteutumisaikaa – velvollisuus on olemassa koko lykkäysajan, ja tieto on julkistettava viipymättä, kun lykkäämisen edellytykset lakkaavat täyttymästä.

Lykkäämissääntely ilmentää tasapainoa markkinoiden läpinäkyvyyden ja liikkeeseenlaskijan oikeutettujen etujen välillä. Vaikka pääsääntönä on sisäpiiritiedon välitön julkistaminen, enneaikainen tiedonanto voi joissain tilanteissa vaarantaa keskeneräiset neuvottelut, paljastaa liikesalaisuuksia tai johtaa markkinoita harhaan epävarmalla tiedolla. Tämän vuoksi markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa säädetään mahdollisuudesta lykätä julkistamista tietyin edellytyksin.

Tämä tasapainottava lähestymistapa tarkoittaa, että lykkääminen on poikkeus, jonka soveltamis- edellytyksiä on tulkittava suppeasti. Liikkeeseenlaskija ei voi vedota lykkäämisoikeuteen pelkästään epäedullisten markkinareaktioiden välttämiseksi, vaan oikeudellinen perusta edellyttää aina konkreettista ja objektiivisesti arvioitavissa olevaa etua, jonka välitön julkistaminen vaarantaisi.⁶¹ MAR 17 artiklan 4 kohdan edellytysten – liikkeeseenlaskijan oikeutetun edun, harhaanjohtamiskiellon ja luottamuksellisuuden – täyttymistä tarkastellaan seuraavissa alaluvuissa.

4.2 Lykkäämisen edellytykset

4.2.1 Liikkeeseenlaskijan oikeutettu etu

MAR 17 artiklan 4 kohdan mukaan sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä, jos välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut. Oikeutetulla edulla tarkoitetaan tilanteita, joissa sisäpiiritiedon välitön julkistaminen todennäköisesti vahingoittaisi liikkeeseenlaskijan toimintaa tai estäisi keskeneräisen, yhtiölle merkityksellisen prosessin asianmukaisen loppuunsaattamisen. Arvioinnin tulee perustua objektiivisesti arvioitavissa oleviin seikkoihin, eikä pelkkä huoli markkinareaktiosta tai osakekurssin mahdollisesta laskusta lähtökohtaisesti riitä lykkäämisen perusteeksi.⁶²

⁶¹ Karjalainen – Laurila – Parkkonen 2008, s. 144–145.

⁶² Häyrynen – Kajala 2013, s.192.

Oikeutetun edun sisältöä on täsmennetty erityisesti Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ohjeistuksessa, jossa esitetään esimerkinomainen luettelo tilanteista, joissa lykkääminen voi olla perusteltua. Ensinnäkin oikeutettu etu voi olla kyseessä silloin, kun keskeneräiset neuvottelut voisivat vaarantua ennenaikaisen julkistamisen seurauksena. Tällaisia ovat tyypillisesti yritysjärjestelyt, fuusiot, yritysostot sekä merkittävien omaisuuserien hankinta ja luovutus.⁶³ Oikeutettu etu ei myöskään välttämättä koske koko tietokokonaisuutta samalla tavalla, vaan lykkäämisen tarve voi kohdistua vain tiettyyn osaan sisäpiiritiedosta. Esimerkiksi yritysjärjestelyissä juuri kauppahintaa koskevan tiedon ennenaikainen julkistaminen voi vaarantaa neuvotteluprosessin, vaikka kaikki transaktioita koskevat tiedot eivät olisi samassa määrin lykkäämissuojan tarpeessa.⁶⁴ Tämä havainnollistaa, että lykkäämisedellytysten arvioinnissa on tarkasteltava paitsi tiedon olemassaoloa myös sitä, mikä osa tiedosta on sellainen, jonka välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetun edun.

Lykkääminen voi olla myös perusteltua tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijan taloudellinen asema on uhattuna ja julkistaminen vaikeuttaisi neuvotteluja yhtiön toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi. Oikeutetun edun rajat korostuvat erityisesti tilanteissa, joissa lykkääminen liittyy yhtiön taloudellisiin vaikeuksiin. Hyväksyttävä lykkäysperuste voi koskea esimerkiksi rahoitus- tai yritysjärjestelyneuvotteluja tilanteissa, joissa yhtiön taloudellinen asema on heikentynyt, mutta maksukyvyttömyysmenettelyyn ei ole edellytyksiä.⁶⁵ Tällöin lykkääminen voi olla perusteltua siltä osin, kun se liittyy neuvotteluihin tai niiden sisältöön, mutta ei itse yhtiön taloudellisia vaikeuksia koskevan tiedon salaamiseen.⁶⁶ Ero näiden välillä on kriittinen, sillä sijoittajien päätöksenteon kannalta on tärkeää, että yrityksen taloudellista tilaa koskevat tiedot julkistetaan mahdollisimman nopeasti. Lykkäyksen tulee siten kohdistua hyvin rajatusti neuvotteluprosessiin, eikä yhtiön taloudelliseen tilanteeseen kokonaisuutena.

ESMA:n ohjeissa mainitaan myös, että oikeutettu etu voi liittyä päätöksentekoprosessien keskeneräisyyteen: jos hallintoelimen tekemä päätös edellyttää vielä toisen toimielimen hyväksyntää, ennenaikainen julkistaminen voisi johtaa tiedon virheelliseen tulkintaan markkinoilla. Käytännössä Suomessa edellä mainittu tilanne on kuitenkin harvinainen, sillä organisaatorakenteet ovat usein yksinkertaisia eivätkä moniportaiset päätöksentekojärjestelmät ole kovinkaan yleisiä.⁶⁷ Myös

⁶³ ESMA 2016/1478, kohta 8a.

⁶⁴ Häyrynen 2006, s. 280

⁶⁵ ESMA 2016/1478, kohta 8b; Häyrynen – Kajala 2013, s. 192.

⁶⁶ Häyrynen 2006, s. 192.

⁶⁷ Hallinnointikoodi 2025, s. 10–11.

immateriaalioikeuksien suojaaminen voi muodostaa yhtiölle oikeutetun edun, mikäli esimerkiksi keskeneräisen keksinnön julkistaminen vaarantaisi patenttisuojan. Vastaavasti viranomaisen hyväksyntää edellyttävät liiketoimet tai suunnitelmat merkittävän omistussuuden hankkimisesta tai luovuttamisesta voivat oikeuttaa lykkäämisen, kun ennenaikainen tiedonanto todennäköisesti vaarantaisi hankkeen toteutumisen. Oikeutetun edun avoin muotoilu vaikuttaa tietoiselta sääntelyratkaisulta, sillä tyhjentävän luettelon laatiminen olisi liike-elämän muuttuvien tilanteiden vuoksi vaikeaa. Samalla juuri tämä avoimuus tekee edellytyksestä lykkäämisharkinnan kannalta tulkinnanvaraisen.

Ruotsalaisessa ratkaisukäytännössä liikkeeseenlaskijan oikeutetun edun sisältöä on konkretisoitu esimerkiksi tilanteissa, joissa lykkääminen on liittynyt käynnissä oleviin neuvotteluihin. Finansinspektionenin ratkaisussa EQT AB:n tapauksessa⁶⁸ EQT AB oli lykännyt sisäpiiritiedon julkistamista, koska yhtiö oli mukana merkittävässä yritysneuvotteluissa, joiden julkistaminen ennenaikaisesti olisi todennäköisesti häirinnyt neuvotteluprosessia. Finansinspektionen arvioi, että EQT AB:lla oli MAR 17 artiklan 4 kohdan mukainen oikeutettu etu lykkäämiseen, koska julkistaminen olisi voinut vaarantaa neuvottelutuloksen ja siten vahingoittaa liikkeeseenlaskijan taloudellisia etuja konkreettisesti. Oikeutetun edun vaatimus täyttyi, sillä lykkäämisen peruste oli objektiivisesti arvioitavissa oleva liiketaloudellinen intressi, ei pelkästään halu välttää epäedullinen markkinareaktio. Ratkaisu ilmentää, miten neuvotteluvaiheessa oleva tieto voi oikeuttaa lykkäämisen, jos kaikki lykkäyksen edellytyksistä täyttyvät samanaikaisesti.

Oikeuskirjallisuudessa on korostettu, että liikkeeseenlaskijalle jää arvioinnissa tietty harkintamarginaali, jonka käyttö ei kuitenkaan ole rajoittamatonta.⁶⁹ Arvioinnin tulee perustua uskottaviin ja objektiivisiin perusteisiin, ja lykkääminen on sallittua vain, mikäli kaikki edellytykset täyttyvät kokonaisuutena. Oikeutetun edun vaatimus toimii siten keskeisenä rajaavana tekijänä, joka estää lykkäämismenettelyn käyttämisen pelkästään epäedullisten markkinareaktioiden välttämiseksi. Oikeutetun edun arvioinnissa voidaan lisäksi huomioida, ettei sääntelyn tavoitteena ole pelkästään tiedon nopea julkistaminen, vaan myös tiedon tarkoituksenmukainen ajoittaminen. Mikäli keskeneräisen tai epävarman tiedon julkistaminen heikentäisi tiedon informaatioarvoa tai johtaisi sijoittajien kannalta epäselvään tilanteeseen, voidaan lykkäämistä pitää perusteltuna myös tästä näkökulmasta.⁷⁰

⁶⁸ Finansinspektionen 8.9.2022 (EQT AB).

⁶⁹ Hansen 2017, s. 32.

⁷⁰ Knuts 2016, s. 505–507.

4.2.2 Markkinoiden harhaanjohtaminen

MAR 17 artiklan 4 kohdan mukaan sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä vain siinä tapauksessa, jossa lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi sijoittajia harhaan. Omien oikeutettujen etujensa lisäksi liikkeeseenlaskijan tulee arvioida myös sijoittajien asemaa.⁷¹ Edellytyksen keskeisenä tarkoituksena on turvata sijoittajien luottamus markkinoihin sekä estää tilanteet, joissa sijoittajille muodostuu virheellinen tai puutteellinen käsitys liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta tai tulevaisuudennäkymistä. Vaatimus kytkeytyy suoraan markkinoiden tehokkaan hinnanmuodostuksen edellytyksiin, sillä virheellinen tai vanhentunut tieto voi johtaa systemaattisesti vääristyneeseen hinnoitteluun.

Harhaanjohtavuuden arvioinnissa keskeiseksi kriteeriksi nousee se, onko lykättävä sisäpiiritieto ristiriidassa liikkeeseenlaskijan aiemman julkisen viestinnän kanssa. ESMA on ohjeistuksessaan⁷² todennut, että lykkääminen johtaa todennäköisesti yleisöä harhaan erityisesti tilanteissa, joissa sisäpiiritieto eroaa olennaisesti aiemmin julkistetusta informaatiosta tai koskee sitä, ettei liikkeeseenlaskija todennäköisesti saavuta aiemmin ilmoittamiaan taloudellisia tavoitteita, jolloin voi syntyä velvollisuus antaa tulosvaroitus. Harhaanjohtavuus voi ilmetä myös silloin, kun uusi tieto on ristiriidassa sellaisten markkinaodotusten kanssa, jotka perustuvat liikkeeseenlaskijan aiemmin antamiin signaaleihin, kuten sijoittajatapaamisiin, tulosjulkistuksiin tai johdon haastatteluihin.⁷³ Arvioinnissa korostuu lisäksi viestinnän johdonmukaisuus kokonaisuutena: olennaista on, millaisen kokonaiskuvan markkinoilla oleva informaatio muodostaa, ei yksittäisen tiedonannon sisältö.

Harhaanjohtamiskieltoa on käsitelty ruotsalaisessa Doro AB:ta koskevassa disciplinämndenin ratkaisussa⁷⁴, jossa liikkeeseenlaskija oli lykännyt tiedon julkistamista tilanteessa, jossa käynnissä oleva yritysjärjestely oli olennaisesti muuttunut. Yhtiö oli aiemmin viestinyt markkinoille transaktion olevan loppuvaiheessa, mutta uusi tieto viittasi epävarmuuteen ja mahdolliseen peruuntumiseen. Vaikka liikkeeseenlaskijalla katsottiin olevan jossain määrin oikeutettu etu lykkäämiseen, lykkäämistä ei hyväksytty, koska se oli ristiriidassa aiemman viestinnän kanssa ja oli siten omiaan johtamaan sijoittajia harhaan. Ratkaisussa painotettiin erityisesti harhaanjohtavuuden arvioinnin kytkeytymistä nimenomaan aiempaan julkiseen viestintään kokonaisuutena: ei riitä, että lykkäämiselle on sinänsä olemassa oikeutettu etu, vaan lykkääminen on silti kiellettyä, jos markkinoille

⁷¹ Ks. Parkkonen – Knuts 2014, s. 168.

⁷² ESMA 2016/1478, kohta 9a ja 9b.

⁷³ ESMA 2016/1478, kohta 9c.

⁷⁴ Nasdaq Stockholm disciplinämnd 2025:02 (Doro AB).

muodostuu sen seurauksena virheellinen kokonaiskuva liikkeeseenlaskijan tilanteesta. Doro AB -tapaus havainnollistaa myös, miten liikkeeseenlaskijan aiempi proaktiivinen viestintä, kuten tiedonannot neuvottelujen edistymisestä, voi kaventaa myöhempää lykkäämismahdollisuutta, koska se kasvattaa markkinoiden informaatio-odotuksia. Ratkaisussa painotettiin, ettei oikeutetun edun olemassaolo yksin riitä lykkäämisen oikeuttamiseen, vaan harhaanjohtamiskielto muodostaa itsenäisen ja ehdottoman esteen, jonka murtuminen tekee lykkäämisestä lainvastaisen riippumatta muiden edellytysten täyttymisestä.

Oikeudellisessa arvioinnissa on tunnistettu myös päinvastainen riski: liian aikainen tai keskeneräinen tiedon julkistaminen voi itsessään johtaa yleisöä harhaan. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on antaa sijoittajille informaatiota, johon he voivat luottaa päätöksenteossaan. Tämän vuoksi on hyvä muistaa, että epävarman tai puutteellisen tiedon välitön julkistaminen voi synnyttää markkinoilla virheellisiä odotuksia tai perusteetonta volatiliiteettia.⁷⁵ Tämä korostuu erityisesti pitkäkestoisissa prosesseissa, kuten yritysjärjestelyissä, joissa neuvottelujen välivaiheiden julkistaminen voi antaa markkinoille harhaanjohtavan kuvan hankkeen todennäköisyydestä tai lopputuloksesta. Kaikki julkistettu tieto ei välttämättä paranna markkinoiden tiedonsaantia, vaan keskeneräinen, epävarma tai muuten heikosti informatiivinen tieto voi johtaa tilanteeseen, jossa sijoittajien käytettävissä oleva informaatio ei lisää päätöksenteon laatua vaan päinvastoin hämärtää sitä.⁷⁶ Harhaanjohtavuuden arviointi edellyttää siten tasapainottelua sen välillä, milloin tiedon viivästyttäminen vääristää markkinoita ja milloin ennenaikainen julkistaminen aiheuttaa vastaavan riskin.⁷⁷ Harhaanjohtamiskielto näyttäytyykin lykkäämisedellytyksistä erityisen markkinalähtöisenä, sillä arvioinnissa ei ratkaise vain lykättävän tiedon sisältö sinänsä, vaan sen suhde siihen informaatioympäristöön, joka markkinoille on liikkeeseenlaskijan aiemman viestinnän perusteella muodostunut.

Sääntelyn kehityssuunta osoittaa, että harhaanjohtavuuden arviointia on pyritty täsmentämään oikeusvarmuuden lisäämiseksi. Niin sanotussa Listing Act -uudistuksessa⁷⁸ perinteinen vaatimus siitä, ettei lykkääminen saa johtaa yleisöä harhaan, on korvattu täsmällisemmällä kriteerillä, jonka mukaan lykättävä tieto ei saa olla ristiriidassa liikkeeseenlaskijan viimeisimmän julkisen ilmoituksen tai muun samaa asiaa koskevan viestinnän kanssa. Muutosta perustellaan myös sääntelyn johdanto-

⁷⁵ Hansen 2017, s. 30–31; Gargantini – Di Noia 2025, s. 76–77.

⁷⁶ Knuts 2016, s. 506–507.

⁷⁷ Hansen 2017, s. 38.

⁷⁸ Listing Act on Euroopan komission säädöshanke, jonka keskeisenä tavoitteena on kehittää edelleen EU:n pääomamarkkinaunionia (CMU) ja vahvistaa Euroopan pääomamarkkinoiden kilpailukykyä. Ks. ESMA, Consultation Paper on MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information.

osassa⁷⁹, jossa korostetaan arvioinnin selkeyttämistä ja liikkeeseenlaskijoiden oikeusvarmuuden vahvistamista. Muutos konkretisoi arviointia ja korostaa aiemman viestinnän ja uuden tiedon välistä suhdetta keskeisenä oikeudellisena kriteerinä. Kokonaisuutena harhaanjohtamisen kieltä varmistaa, ettei lykkäämistä käytetä tilanteissa, joissa markkinoilla oleva informaatio antaisi sijoittajille olennaisesti virheellisen kuvan liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta tai tulevaisuudennäkymistä.

4.2.3 Tiedon luottamuksellisuuden säilyttäminen

Sisäpiiritiedon julkistamista voidaan lykätä vain, jos liikkeeseenlaskija pystyy varmistamaan, että tieto säilyy luottamuksellisena.⁸⁰ Luottamuksellisuuden vaatimus toimii lykkäämisen ehdottomana rajana: vaikka muut edellytykset täyttyisivät, lykkääminen ei ole sallittua, jos tiedon luottamuksellisuutta ei voida enää tosiasiallisesti taata. Mikäli edellytys lakkaa täyttymästä, tieto on julkistettava mahdollisimman pian.

Luottamuksellisuudella tarkoitetaan sitä, että sisäpiiritieto ei ole tullut markkinoiden tietoon eikä ole laajemman sijoittajajoukon saatavilla, vaan ainoastaan sellaisten rajattujen henkilöiden hallussa, jotka tarvitsevat sitä tehtäviensä hoitamiseen. Kyse ei ole pelkästään tiedon muodollisesta salassapidosta, vaan siitä, ettei tieto ole päätynyt markkinoille tavalla, joka voisi vaikuttaa arvopaperin hintaan tai sijoittajien päätöksentekoon.⁸¹

Luottamuksellisuuden säilyttäminen edellyttää liikkeeseenlaskijalta aktiivisia organisatorisia ja sopimuksellisia suojatoimia – kyse ei ole pelkästään passiivisesta velvollisuudesta pidättäytyä tiedon julkistamisesta. Keskeinen väline on MAR 18 artiklan mukainen sisäpiiriluetelo, johon merkitään kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon. Luettelon avulla liikkeeseenlaskija voi seurata tiedon leviämistä sekä varmistaa, että tiedonsaajat ovat tietoisia oikeudellisista velvoitteistaan. Tiedon jakamista on lisäksi rajoitettava siten, että sitä luovutetaan ainoastaan henkilöille, joiden työtehtävät sitä edellyttävät, ja kolmansiin osapuoliin, kuten neuvonantajiin, on kohdistuttava lakiin, sääntöihin tai sopimukseen perustuva salassapitovelvollisuus.⁸²

Luottamuksellisuus katsotaan menetetyksi, jos sisäpiiritieto vuotaa markkinoille tai on muutoin tullut sijoittajien saataville.⁸³ Keskeinen arviointitilanne liittyy markkinahuhuihin: jos markkinoilla liikkuu riittävän täsmällinen huhu, joka vastaa lykättyä sisäpiiritietoa, voidaan katsoa, ettei

⁷⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, perustelukappale 70.

⁸⁰ MAR 17 artikla, Kohta 4c.

⁸¹ Hansen 2017, s. 25.

⁸² MAR 17 artikla, kohta 8.

⁸³ MAR 17 artikla, kohta 7.

luottamuksellisuutta voida enää taata, jolloin lykkääminen ei ole sallittua, vaikka tieto ei olisi vielä täysin julkista. Markkinahuhut eivät sellaisinaan synnytä liikkeeseenlaskijalle reagointivelvollisuutta, mutta jos huhuihin liittyy merkkejä siitä, että tiedon luottamuksellisuus on menetetty, julkistamisvelvollisuus voi syntyä.⁸⁴ Myös viitteet sisäpiiritiedon väärinkäytöstä voivat osoittaa, että tieto ei ole pysynyt luottamuksellisena. Arviointi perustuu objektiiviseen kokonaisarvioon siitä, onko tieto tosiasiallisesti pysynyt rajatun piirin hallussa vai onko se levinnyt markkinoille tavalla, joka vaarantaa sijoittajien tasapuolisen tiedonsaannin.

Luottamuksellisuuden merkitystä on korostettu oikeuskäytännössä erityisesti tietovuototilanteissa. Esimerkiksi Trelleborg AB:ta koskevassa ratkaisussa⁸⁵ media julkaisi yksityiskohtaisia tietoja yhtiön suunnittelemaasta yritysjärjestelystä, minkä seurauksena katsottiin, ettei sisäpiiritiedon luottamuksellisuutta voida enää taata. Disciplinämnden totesi, että yhtiön olisi tullut julkistaa tieto välittömästi MAR 17 artiklan 7 kohdan mukaisesti, eikä lykkääminen ollut enää sallittua. Trelleborg AB -tapauksen oikeudellinen merkitys on siinä, että se selventää luottamuksellisuuden menettämisen kynnystä: riittävän yksityiskohtaisen mediahuomion katsottiin rikkoneen luottamuksellisuuden siinä määrin, ettei lykkäämisen jatkaminen ollut enää sallittua, vaikka yhtiö ei ollut itse vuotanut tietoa. Ratkaisun perusteella liikkeeseenlaskija ei voi passiivisesti odottaa niin kauan kuin tieto ei ole virallisesti julkistettu, vaan sen on aktiivisesti seurattava, onko tieto tosiasiallisesti pysynyt salassa markkinoilta. Disciplinämnedin kanta vahvistaa, että MAR 17 artiklan 7 kohdan julkistamisvelvollisuus aktivoituu automaattisesti, kun luottamuksellisuuden edellytys lakkaa täyttymästä – velvollisuus ei odota liikkeeseenlaskijan omaa arvioita tilanteen vakavuudesta. Tästä seuraa käytännön kannalta keskeinen vaatimus: yhtiöllä on oltava toimivat sisäiset prosessit mediaseuranta varten koko lykkäysajan, jotta MAR 17 artiklan 7 kohdan mukainen välittömän julkistamisen velvollisuus voidaan täyttää asianmukaisesti.

Luottamuksellisuuden edellytys kytkeytyy läheisesti myös muihin lykkäämisen edellytyksiin. Tiedon leviäminen markkinoille voi johtaa epätasapainoiseen tilanteeseen, jossa osa sijoittajista toimii tiedollisen etumatkan perusteella ja markkinat harhaantuvat. Samalla liikkeeseenlaskijan oikeutettu etu voi vaarantua esimerkiksi keskeneräisten neuvottelujen paljastumisen seurauksena. Luottamuksellisuus toimii siten keskeisenä mekanismina, joka mahdollistaa lykkäämisen ilman, että markkinoiden luotettavuus tai tasapuolisuus vaarantuu.

⁸⁴ Parkkonen – Knuts 2014, s. 169.

⁸⁵ Nasdaq Stockholms disciplinämnd 2022:09 (Trelleborg AB).

4.3 Lykkäämismenettely

Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämismenettely on tarkoin säädelty prosessi, joka edellyttää liikkeeseenlaskijalta aktiivista päätöksentekoa, asianmukaista dokumentointia sekä jatkuvaa seuranta. Menettely ei perustu viranomaisen ennakkohyväksyntään, vaan lykkäämistä koskeva päätös tehdään liikkeeseenlaskijan omalla vastuulla.⁸⁶ Liikkeeseenlaskijan on jo päätöksentekohetkellä varmistuttava siitä, että kaikki MAR 17 artiklan 4 kohdan mukaiset edellytykset täyttyvät samanaikaisesti: välitön julkistaminen vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut, lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan ja tieto voidaan pitää luottamuksellisena koko lykkäyksen ajan.

Lykkäämismenettelyyn liittyy keskeisesti velvollisuus dokumentoida lykkäämispäätös ja sen perusteet. Teknisen täytäntöönpanostandardin⁸⁷ mukaisesti liikkeeseenlaskijan on kirjattava muun muassa ajankohta, jolloin sisäpiiritieto syntyi ja jolloin lykkäämispäätös tehtiin, arvioitu julkistamisajankohta sekä päätöksestä vastuussa olleet henkilöt. Lisäksi on dokumentoitava, miten lykkäämisen edellytykset ovat täyttyneet ja mitä toimenpiteitä luottamuksellisuuden turvaamiseksi on toteutettu. Dokumentointivelvollisuus mahdollistaa lykkäämisedellytysten jälkikäteen arvioinnin ja ehkäisee menettelyn väärinkäyttöä.

Luottamuksellisuuden säilyttäminen edellyttää jatkuvaa seuranta koko lykkäyksen ajan. Liikkeeseenlaskijan on ylläpidettävä sisäpiirilueteloa kaikista henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon, ja valvottava tiedon leviämistä. Mikäli luottamuksellisuus vaarantuu – esimerkiksi tietovuodon tai riittävän täsmällisen markkinahuhun seurauksena – tieto on julkistettava välittömästi riippumatta siitä, täyttyvätkö muut lykkäämisen edellytykset edelleen.⁸⁸ Oikeuskirjallisuudessa onkin korostettu varovaisuusperiaatteen merkitystä: sisäpiiritieto on tarkoituksenmukaista tunnistaa ja lykkäämispäätös tehdä mieluummin liian aikaisin kuin liian myöhään, jotta tietovuotoihin liittyvät riskit voidaan hallita tehokkaasti.⁸⁹

Kun sisäpiiritieto lopulta julkistetaan, liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava lykkäämisestä toimivaltaiselle viranomaiselle viipymättä julkistamisen jälkeen. Suomessa toimivaltainen viranomainen on Finanssivalvonta. Ilmoituksen tulee sisältää keskeiset tiedot lykkäämispäätöksestä: liikkeeseenlaskijan yksilöintiedot, julkistetun tiedotteen ajankohta, lykkäyspäätöksen ajankohta sekä päätöksestä

⁸⁶ FIVA, sisäpiiritiedon julkistaminen ja julkistamisen lykkääminen.

⁸⁷ Komission täytäntöönpanoasetus 2016/1055.

⁸⁸ MAR 17 artikla, Kohta 7.

⁸⁹ Ks. Turtiainen 2022, s. 535.

vastuussa olleet henkilöt.⁹⁰ Viranomaisen voi lisäksi pyytää kirjallisen selvityksen siitä, miten lykkäämisedellytykset ovat täyttyneet.

Lykkäämissääntely ilmentää sääntelyn tasapainottavaa rakennetta: liikkeeseenlaskijalle annetaan joustoa tiedon julkistamisen ajoittamisesta, mutta samalla edellytetään tarkkaa dokumentointia ja mahdollistetaan tehokas jälkikäteinen valvonta. Menettely korostaa liikkeeseenlaskijan vastuuta sekä edellyttää huolellista ja jatkuvaa arviointia siitä, täyttyvätkö lykkäämisen edellytykset koko prosessin ajan.

Oikeuskäytännön perusteella lykkäämisedellytyksen soveltaminen ei ole symmetristä. Erityisesti harhaanjohtamiskielto muodostuu keskeiseksi rajoittavaksi tekijäksi: useissa ratkaisuisa lykkääminen on katsottu kielletyksi nimenomaan siksi, että lykättävä tieto on ollut ristiriidassa aiemman viestinnän kanssa. Sen sijaan oikeutettu etu hyväksytään tyypillisesti tilanteissa, joissa kyse on keskenään neuvotteluista, edellyttäen että muut edellytykset täyttyvät. Lisäksi luottamuksellisuuden vaatimus toimii ehdottomana rajana, sillä sen murtuessa lykkääminen ei ole enää sallittua. Menettelyn omavastuinen rakenne merkitsee käytännössä sitä, että liikkeeseenlaskijan on tehtävä arvio tilanteesta, jossa kaikki tosiseikat eivät välttämättä ole vielä selkiytyneet. Juuri tästä syystä dokumentoinnin ja sisäisten prosessien merkitys korostuu.

⁹⁰ FIVA, sisäpiiritiedon julkistaminen ja julkistamisen lykkääminen.

5 Johtopäätökset

Tämän tutkielman tavoitteena on ollut selvittää, missä olosuhteissa liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista MAR:n mukaisesti. Tutkimuskysymystä on lähestytty tarkastelemalla ensin sisäpiiritiedon käsitettä ja sen neljää osatekijää, minkä jälkeen on analysoitu julkistamisvelvollisuuden sisältöä sekä lykkäämisen oikeudellisia edellytyksiä. Tutkimuksen perusteella voidaan esittää seuraavat johtopäätökset.

Sisäpiiritiedon käsite muodostaa lykkäämissääntelyn arvioinnin lähtökohdan. Julkistamisvelvollisuus – ja siten myös lykkäämisoikeus – voi syntyä ainoastaan silloin, kun tieto täyttää MAR 7 artiklan mukaiset täsmällisyys-, julkistamattomuus-, olennaisuus- ja rahoitusvälineiliitännäisyysvaatimukset. Näiden osatekijöiden tulee täytyä samanaikaisesti, mutta niiden arviointi edellyttää aina tapauskohtaista harkintaa. Erityisesti täsmällisyysvaatimuksen osalta oikeuskäytäntö on täsmentänyt, että myös keskeneräiset prosessit ja valmisteluvaiheessa olevat hankkeet voivat muodostaa sisäpiiritietoa, kunhan niiden toteutumiselle on tosiasiallinen mahdollisuus. EUT:n ratkaisu asiassa *Geltl v. Daimler AG* sekä KKO 2024:25 ilmentävät tätä tulkintalinjaa, jonka mukaan sisäpiiritieto voi syntyä jo ennen kuin tapahtuma on varmistunut. Tämä laajentaa käytännössä sekä julkistamisvelvollisuuden että lykkäämisharkinnan soveltamisalaa.

Lykkäämisen oikeudelliset edellytykset muodostavat kolmiosaisen kokonaisuuden: liikkeeseenlaskijalla on oltava oikeutettu etu, lykkääminen ei saa johtaa yleisöä harhaan ja tiedon luottamuksellisuuden on säilyttävä koko lykkäysajan. Edellytykset ovat sinänsä selkeät, mutta niiden soveltaminen käytäntöön osoittautuu tulkinnanvaraiseksi. Oikeutetun edun käsite on avoin: ESMA:n ohjeistus tarjoaa esimerkkejä tyypillisistä tilanteista, kuten keskeneräisistä neuvotteluista tai taloudellisesta kriisistä, mutta luettelo ei ole tyhjentävä. Liikkeeseenlaskijalle jätetty harkintamarginaali on toisaalta välttämätön sääntelyn joustavuuden kannalta, mutta se aiheuttaa samalla epävarmuutta siitä, milloin edellytykset tosiasiallisesti täyttyvät.

Harhaanjohtamiskielto osoittautuu erityisen hankalaksi silloin, kun lykättävä tieto on ristiriidassa liikkeeseenlaskijan aiemman julkisen viestinnän kanssa. Arviointi edellyttää kokonaiskuvan hahmottamista markkinoilla olevasta informaatiosta, mikä voi käytännössä olla vaikeaa etenkin tilanteissa, joissa liikkeeseenlaskija on antanut markkinoille signaaleja useissa eri yhteyksissä. Luottamuksellisuuden edellytys puolestaan asettaa liikkeeseenlaskijalle jatkuvan ja aktiivisen seurantavelvollisuuden, jonka täyttäminen edellyttää selkeitä sisäisiä menettelytapoja. Markkinahuhujen

merkitystä luottamuksellisuuden arvioinnissa ei ole sääntelyn tasolla täsmällisesti määritelty, mikä jättää liikkeeseenlaskijalle tulkinnanvaraisen tilanteen.

Lykkäämismenettely on rakenteeltaan omavastuinen: liikkeeseenlaskija tekee lykkäämispäätöksen ilman viranomaisen ennakkohyväksyntää ja vastaa edellytysten täyttymisestä itse. Tämä rakenne on markkinoiden toimivuuden kannalta perusteltu, sillä se mahdollistaa nopean reagoinnin muuttuviin tilanteisiin. Samalla se siirtää merkittävän oikeudellisen riskin liikkeeseenlaskijalle: virheellinen arvio lykkäämisen edellytyksistä voi johtaa MAR:n vastaiseen menettelyyn ja seuraamusriskiin. Dokumentointivelvollisuus ja jälkikäteinen ilmoitus Finanssivalvonnalle muodostavat tärkeimmät valvontamekanismit, mutta ne toimivat vasta tapahtuneen jälkeen.

Kokonaisuutena lykkäämissääntely ilmentää tarkoituksenmukaista tasapainoa markkinoiden läpinäkyvyyden ja liikkeeseenlaskijan oikeutettujen etujen välillä. Sääntelyn perusrakenne on toimiva, mutta käytännön soveltamisessa tulkinnanvaraisuus on ilmeistä. Liikkeeseenlaskija joutuu tekemään merkittäviä oikeudellisia arviointeja tilanteissa, joissa tieto on vielä epävarmaa ja tapahtumat kehittyvät nopeasti. Oikeuskirjallisuudessa onkin korostettu varovaisuusperiaatteen merkitystä: epäselvissä tilanteissa lykkäämispäätös on parempi tehdä varhaisessa vaiheessa kuin liian myöhään.

De lege ferenda voidaan todeta, että Listing Act -uudistuksen mukanaan tuoma täsmennys harhaanjohtamiskiellon arviointikriteeriin on askel oikeaan suuntaan. Perinteisen, avoimesti muotoillun harhaanjohtamiskiellon korvaaminen konkreettisemmalla ristiriitaisuuskriteerillä parantaa liikkeeseenlaskijoiden oikeusvarmuutta ja selkeyttää arviointia. Jatkokehityksen näkökulmasta olisi perusteltua harkita myös oikeutetun edun käsitteen täsmentämistä, sillä sen avoin muotoilu jättää liikkeeseenlaskijalle laajan – ja käytännössä vaikeasti ennakoitavan – harkintamarginaalin. Lisäksi oikeuskirjallisuudessa on kiinnitetty huomiota siihen, että nykyinen täsmällisyysvaatimus kytkee sisäpiiri-kauppakiellon alkamisen ja julkistamisvelvollisuuden syntymisen toisiinsa tavalla, joka voi lisätä tulkinnanvaraisuutta erityisesti vaiheittain etenevissä prosesseissa.⁹¹ Tämän vuoksi sääntelyn kehittämiseksi on esitetty myös mallia, jossa käyttökiellon alkaminen ja julkistamisvelvollisuuden syntyminen erotettaisiin nykyistä selvemmin toisistaan. Sääntelyn selkeyttäminen tältä osin tukisi sekä markkinoiden toimivuutta että liikkeeseenlaskijoiden mahdollisuutta täyttää velvoitteensa asianmukaisesti.

⁹¹ Ks. Veil – Wiesner – Reichert 2022, s. 479 ja s. 491.

Lähdeluettelo

Oikeuskirjallisuus

- Di Noia, Carmine – Gargantini, Matteo. *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the proposed EU Market Abuse Regime*. European Company and Financial Law Review 9(4) 2012, s. 484-529.
- Gargantini, Matteo – Di Noia, Carmine. *Disclosure of Inside Information*, teoksessa Rüdiger Veil (toim.), *Regulating EU Capital Markets Union. Volume II, Market Conduct and Corporate Disclosure in a European Code*. Oxford University Press 2025, s. 74-107.
- Hansen, Jesper Lau. *Issuer's Duty to Disclose Inside Information*. ERA 2017, s. 21–39.
- Hirvonen, Ari. *Mitkä menet? Opas oikeustieteelliseen metodologiaan*. Yleisen oikeustieteen julkaisuja 17. Helsinki 2011.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville. *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Kauppakamari 2013.
- Häyrynen, Janne. *Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö*. Helsinki 2006.
- Karjalainen, Jarmo – Laurila, Outi – Parkkonen, Jarmo. *Arvopaperimarkkinalaki*. Talentum 2008.
- Knuts, Mårten. *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Suomalainen Lakimiesyhdistys 2011.
- Knuts, Mårten. *The Optimal Scope of Disclosure by Association Regime under MAR*. European company and financial law review 2016. Vol.13(3), s.495–516.
- Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten. *Arvopaperimarkkinalaki*. Helsinki 2014.
- Turtiainen, Matti. *Mitä on sisäpiiritieto?* Defensor Legis 2/2022, s. 525-545.
- Veil, Rüdiger – Wiesner, Marc – Reichert, Moritz. *Disclosure and Enforcement under the EU Listing Act*. European company and financial law review. Volume 19. Oxford University Press 2022, s. 445-516

Virallis- ja puolivirallislähteet

- CESR/06-562b. Market Abuse Directive: Level 3 – Second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market.
- ESMA/2016/1478. Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet – Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen.
- ESMA. Consultation Paper on MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information. 19.2.2026.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809 asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi.

Finanssivalvonta, Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/> (5.4.2026).

Finanssivalvonta, Sisäpiiritiedon julkistaminen ja julkistamisen lykkääminen. <https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/sisapiiriasiat/sisapiiritiedon-julkistaminen-ja-julkistamisen-lykkaaminen/> (5.4.2026).

Hallinnointikoodi 2025. Listayhtiöiden hallinnointikoodi. Arvopaperimarkkinayhdistys 2025.

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

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.

Komission täytäntöönpanoasetus (EU) 2016/1055. Sisäpiiritiedon asianmukaisen julkistamisen ja sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämisen teknisiä keinoja koskevat tekniset täytäntöönpanostandardit.

Oikeustapaukset

Korkein oikeus

KKO 2024:25

Euroopan unionin tuomioistuin

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

EUT, C-628/13, Lafonta v. Autorité des marchés financiers, tuomio 11.3.2015.

Ruotsi

Finansinspektionen 8.9.2022, EQT AB.

Nasdaq Stockholms disciplinnämnd 2022:09, Trelleborg AB.

Nasdaq Stockholms disciplinnämnd 2025:02, Doro AB.

Liitteet

Liite 1 Selvitys tekoälyn käytöstä

Tutkielman laatimisessa on käytetty tekoälyä (ChatGPT, Claude) apuna tekstin jäsentelyssä, otsikoinnin vaihtoehtojen ideoinnissa, oikeudellisten käsitteiden selkeyttämisessä sekä kielenhuollollisissa muotoiluissa. Tekoälyä ei ole käytetty oikeuslähteiden hankkimiseen itsenäisenä lähteenä, eikä sen tuottamaa sisältöä ole sellaisenaan otettu tutkielmaan ilman tekijän omaa arviointia ja muok-
kausta. Tutkielman oikeudellinen analyysi, lähdevalinnat, tulkinnat ja johtopäätökset ovat tekijän itsenäisesti tuottamia.