



VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU  
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Johanna Virkkala

# ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VIRALLISSÄÄNTELY SUOMESSA

Markkinoiden väärinkäyttö vuosina 2013–2017

Liiketalous  
2018

## TIIVISTELMÄ

Tekijä	Johanna Virkkala
Opinnäytetyön nimi	Arvopaperimarkkinoiden virallissääntely Suomessa – Markkinoiden väärinkäyttö vuosina 2013–2017
Vuosi	2018
Kieli	suomi
Sivumäärä	65 + 4 liitettä
Ohjaaja	Marika Teirfolk-Naarmala

---

Tutkimus käsittelee arvopaperimarkkinoiden virallissääntelyä ja markkinaväärinkäyttöä Suomessa vuosien 2013–2017 aikana. Arvopaperimarkkinoiden vakiinnuttua vasta viimeisten vuosikymmenten aikana yhdeksi merkittäväksi rahoituksen välittäjäksi, on myös markkinoiden sääntely kokenut nopean kehityksen johdosta muutoksia. Tutkimuksessa tarkastellaan voimassaolevasta sääntelystä johtuvia velvoitteita ja tutkitaan, onko niihin kohdistunut rikkomuksia tai laiminlyöntejä. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, ilmeneekö Suomessa arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä vuosien 2013–2017 aikana.

Tutkimuksen teoreettinen viitekehys muodostuu lainsäädännöstä, lakien esitöistä, oikeuskirjallisuudesta sekä oikeustieteellisistä julkaisuista. Teoriaosuus käsittelee markkinaosapuolia koskevia säännöksiä ja velvoitteita sekä niihin kohdistuvista väärinkäytöksistä määrättäviä seuraamuksia. Tutkimus toteutetaan laadullisena tutkimuksena, jossa tutkimusaihetta tutkitaan lainopillisen tutkimusotteen avulla. Tutkimusaineistona käytetään tilastoja Finanssivalvonnan antamista hallinnollisista seuraamuksista ja valvontatapauksista, arvopaperimarkkinarikosnimikkeistä annetuista tuomioista sekä yhtä korkeimman oikeuden ennakkopäätöstä.

Tutkimustuloksista käy ilmi, että hallinnollisia seuraamuksia määrättiin 51 kappaletta. Hallinnollisten seuraamusten määrässä ei ole tutkimuksen tarkastelujaksolla havaittavissa tasaista kasvua, mutta ne ovat kuitenkin yleistyneet aikaisempiin vuosiin verrattuna. Arvopaperimarkkinarikoksista annettiin tuomioita 13 kappaletta, jota voidaan pitää matalana verrattuna muihin talousrikoksiin, mutta Finanssivalvonnan arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyviä valvontatapauksia oli jopa 513 kappaletta. Rikosten alhaiseen määrään vaikuttaa osaltaan arvopaperimarkkinolainsäädännön lyhytaikaisuus, jonka myötä myös arvopaperimarkkinarikoksia voidaan pitää suhteellisen tuoreena ilmiönä. Tutkimustulokset osoittavat siten, että Suomessa ilmeni arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä vuosien 2013–2017 aikana.

---

Avainsanat	arvopaperimarkkinat, markkinoiden väärinkäyttö, hallinnolliset seuraamukset, rikosseuraamukset
------------	--

## ABSTRACT

Author	Johanna Virkkala
Title	Regulation of Securities Market in Finland – Market Abuses during 2013–2017
Year	2018
Language	Finnish
Pages	65 + 4 Appendices
Name of Supervisor	Marika Teirfolk-Naarmala

---

This study investigates regulation of securities market and market abuses in Finland during 2013–2017. Since securities markets have become one of the major financial intermediaries over the last few decades, market regulation has also undergone changes due to rapid development. The study examines the obligations imposed by the regulation and investigates whether there have been infractions or negligence. The aim of the study is to find out whether there have appeared market abuses in Finland during 2013–2017.

The theoretical framework of the study consists of legislation, government proposals, legal literature and legal releases. The theoretical section examines the provisions and obligations of the parties in securities market and the sanctions of abuses. The study was conducted as a qualitative study where the study topic was investigated by means of legal dogmatics. The study material consists Financial Supervisory Authority's administrative sanctions and investigation cases, judgments given by securities market crimes and one precedent of Supreme Court.

The research results show that 51 administrative sanctions were issued. There is not observable constant growth in the amount of administrative sanctions during 2013–2017, but nevertheless the administrative sanctions were more common compared to previous years. There were 13 judgements issued regarding the securities market crimes, however there were up to 513 Financial Supervisory Authority's investigation cases. Compared to other financial crimes the amount of securities market crimes in Finland is relatively low and a recent phenomenon. The new and emerging legislation can be considered as a contributing factor for the low number of securities market crimes in Finland. The research results revealed that market abuses appeared in Finland during 2013–2017.

---

Keywords	Securities market, Market abuse, Administrative sanction, Criminal sanction
----------	---

# SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

ABSTRACT

LYHENTEET

1	JOHDANTO.....	9
1.1	Tutkimuksen aihe ja rajaus .....	11
1.2	Tutkimusmenetelmä ja lähdeaineisto.....	12
1.3	Tutkimuksen rakenne.....	13
2	JOHDATUS ARVOPAPERIMARKKINOIHIN .....	14
2.1	Arvopaperi .....	14
2.2	Rahoitusväline.....	17
2.3	Arvopaperimarkkinoiden toiminta ja markkinapaikat .....	17
3	ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VIRALLISSÄÄNTELY .....	20
3.1	Yleiset säännökset.....	21
3.2	Tiedonantovelvollisuus .....	23
3.2.1	Esitteen julkaisemisvelvollisuus .....	23
3.2.2	Jatkuva tiedonantovelvollisuus .....	26
3.2.3	Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....	28
3.2.4	Liputusvelvollisuus ja liputusilmoituksen julkaiseminen .....	31
3.2.5	Muut tiedonanto- ja erityiset velvollisuudet .....	32
3.2.6	Säänneltyjen tietojen julkistaminen ja saatavilla pito .....	34
3.3	Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus .....	35
3.3.1	Yleiset periaatteet.....	37
3.3.2	Ostotarjouksen julkistaminen.....	38
3.4	Markkinoiden väärinkäyttö.....	41
3.4.1	Sisäpiirikauppa ja sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen.....	41
3.4.2	Markkinoiden manipulointi.....	43
3.4.3	Sisäpiiriluetelot .....	44
3.4.4	Johdon liiketoimien ilmoitusvelvollisuus .....	44
4	SEURAAMUKSET ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTÖSTÄ.....	46

4.1	Hallinnolliset seuraamukset .....	46
4.1.1	Rikemaksu.....	47
4.1.2	Julkinen varoitus .....	48
4.1.3	Seuraamusmaksu.....	48
4.2	Rikosseuraamukset .....	50
4.2.1	Sisäpiiritiedon väärinkäyttö .....	51
4.2.2	Törkeä sisäpiiritiedon väärinkäyttö.....	52
4.2.3	Sisäpiiritiedon ilmaiseminen.....	53
4.2.4	Markkinoiden manipulointi.....	54
4.2.5	Törkeä markkinoiden manipulointi.....	55
4.2.6	Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos .....	56
5	TUTKIMUSTULOKSET .....	58
5.1	Hallinnolliset seuraamukset vuosina 2013–2017.....	58
5.2	Rikosseuraamukset vuosina 2013–2017 .....	60
5.2.1	KKO:2013:53.....	61
6	JOHTOPÄÄTÖKSET .....	65
6.1	Keskeisimmät tutkimustulokset .....	65
6.2	Tutkimuksen luotettavuus .....	66
	LÄHTEET.....	67

## LIITTEET

## **LYHENTEET**

AML	Arvopaperimarkkinalaki (L 14.12.2012/746)
Fiva	Finanssivalvonta
KKO	Korkein oikeus
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 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 ((EU) N:o 596/2014)
VAML	Vanha arvopaperimarkkinalaki (L 26.5.1989/495)

## KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

<b>Kuvio 1.</b> Helsingin pörssiin listatut yhtiöt vuosina 2000–2017. (Pörssisäätiö 2017.)	10
<b>Kuvio 2.</b> Finanssivalvonnan antamat hallinnolliset seuraamukset vuosina 2013–2017. (Finanssivalvonta 2018 a.)	59
<b>Kuvio 3.</b> Arvopaperimarkkinarikoksista annetut tuomiot vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 a.)	60
<b>Kuvio 4.</b> Finanssivalvonnan valvontatapaukset 2013–2017. (Finanssivalvonta 2018 a.)	61
<b>Taulukko 1.</b> Finanssivalvonnan antamat rikemaksut vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.).....	74
<b>Taulukko 2.</b> Finanssivalvonnan antamat julkiset varoitukset vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.).....	76
<b>Taulukko 3.</b> Finanssivalvonnan antamat seuraamusmaksut vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.).....	77
<b>Taulukko 4.</b> Käräjäoikeuden antamat tuomiot kirjanpito- ja verorikoksista vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 b.) .....	78
<b>Taulukko 5.</b> Hovioikeuden antamat tuomiot kirjanpito- ja verorikoksista vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 b.).....	78

**LIITELUETTELO**

**LIITE 1.** Finanssivalvonnan antamat rikemaksut vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.)

**LIITE 2.** Finanssivalvonnan antamat julkiset varoitukset vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.)

**LIITE 3.** Finanssivalvonnan antamat seuraamusmaksut vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.)

**LIITE 4.** Käräjäoikeuden ja hovioikeuden antamat tuomiot kirjapito- ja verori-  
koksista vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 b.)



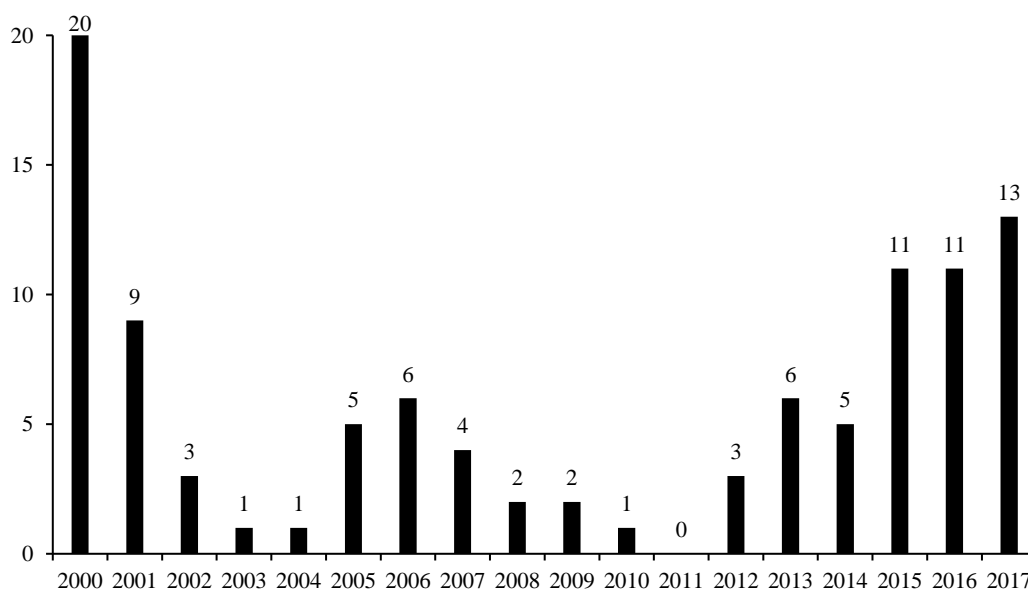
## 1 JOHDANTO

Rahoitusmarkkinat kokivat Suomessa 1980-luvulla merkittävän rakenteellisen muutoksen, kun markkinoilla vallinnut pankkikeskeisyys alkoi hiipua ja arvopaperimarkkinoiden rooli rahoituksen välittäjänä voimistui. Yrityksille arvopaperimarkkinat alkoivat pankkien sijaan toimia rahoituksen lähteenä ja kotitalouksien ostovoiman kasvu alkoi vastaavasti näkyä säästämisenä, jonka kohteena olivat yhä useammin arvopaperit. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn kohdistui muutospaineita niin markkinoiden kansainvälistymisen kuin myös kaupankäynnin moitteettomuuden ja puolueettomuuden epäilysten myötä. Epävarmuustekijöiden johdosta tuli aiheelliseksi turvata arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset ja edistää niiden luottamusta luomalla markkinoita säätelevä perusnormisto. Siihen saakka arvopaperimarkkinoiden sääntely oli perustunut yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen, yksittäisiin lakeihin, yhtiöoikeuteen sekä markkinatoimijoiden itsesääntelynormeihin. Arvopaperimarkkinalaki (L 26.5.1989/495, jäljempänä VAML) säädettiin vuonna 1989, joka oli ensimmäinen koko Suomen arvopaperimarkkinoita säätelevä laki. (Astola 1990, 1; HE 157/1988, 3-6; Häyrynen & Kajala 2013, 17; Martikainen & Martikainen 2009, 158-162.)

Arvopaperimarkkinoiden asema Suomessa on edelleen 2000-luvulla vakiintunut arvopaperikaupan sääntelyn ja sijoittajansuojan edistämisen, sähköisen kaupankäynnin, ulkomaalaisille sallitun hallintarekisteröinnin sekä fyysisistä arvopapereista sähköiseen arvo-osuusjärjestelmään siirtymisen myötä. Arvopaperimarkkinoiden ja niiden sääntelyn merkitys onkin kansantalouden kehitykseen varsin keskeinen, sillä yritysten mahdollisuus hankkia edullista pääomaa niiden kilpailukykyä edistäviin investointeihin edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimivuuteen. Arvopaperimarkkinoiden sääntely pyrkii turvaamaan, että sijoittaja voi luottaa arvopaperisäästämiseen liittyvien riskien kohdistuvan arvopapereiden liikkeeseenlaskijan taloudelliseen kannattavuuteen eikä markkinoiden rakentamiseen tai markkinatoimijoiden epäeettisiin toimiin. Sääntelyä onkin lisätty sekä kansallisella että Euroopan unionin tasolla turvaamaan markkinoiden toimivuutta,

joiden myötä myös VAML:iin ehdittiin sen voimassaolon aikana tehdä yli 20 muutosta ja osittaisuudistusta. Muutokset tekivät VAML:sta vaikeaselkoisen, jonka poistaminen asetettiin yhdeksi tavoitteeksi arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksessa. Uudistuksessa laki jaettiin useampaan eri lakiin, jotka tulivat voimaan vuonna 2013. (HE 32/2012, 9, 24, 31; Häyrynen & Kajala 2013, 18-19; Parkkonen & Knuts 2014, 2-3.)

Kokonaisuudistuksen yhteydessä tiedostettiin finanssikriisin vaikutukset erityisesti säilytys- ja selvitystoimintaan sekä markkinapaikkojen asemaan, jotka lähivuosina olisivat muutostarpeiden kohteena. Arvopaperimarkkinalainsäädännöstä pyrittiin tekemään kestävä, jotta se pystyisi joustavammin vastaanottamaan siihen tulevaisuudessa kohdistuvat muutokset. (HE 32/2012, 9.) Arvopaperimarkkinalainsäädäntöön onkin edelleen tullut muutoksia, joista viimeisimpänä 3.1.2018 Euroopan parlamentin ja neuvoston rahoitusvälineiden markkinointiin liittyvän direktiivin (2014/65/EU, MiFID II) ja asetuksen ((EU) N:o 600/2014, MiFIR) implementoinnin eli täytäntöönpanon johdosta. (HE 151/2017, 9-12).



**Kuvio 1.** Helsingin pörssiin listatut yhtiöt vuosina 2000–2017. (Pörssisäätiö 2017.)

Kuviosta 1. nähdään Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämälle Helsingin pörssin päälis-  
talle sekä monenkeskinen markkinapaikka First North Finlandiin listattujen yhtiöiden määrä vuosina 2000–2017. Listattujen yhtiöiden kasvava määrä kertoo, että yhtiöiden listautumishalukkuus ja sijoittajien valmiudet yhtiöiden rahoittajiksi ovat viimeisen kuuden vuoden aikana olleet nousussa. Kasvun myötä on tärkeää, että arvopaperimarkkinoilla toimivat yhtiöt ja sijoittajat ovat tietoisia ajankohtaisesta sääntelystä, jotta markkinoiden väärinkäytöltä välttyttäisiin. Koska arvopaperimarkkinalainsäädäntö on viimeisten vuosien aikana kokenut muutoksia, on sen ajantasainen tarkastelu tarpeellista.

### **1.1 Tutkimuksen aihe ja rajaus**

Tutkimuksen aiheena on Suomen arvopaperimarkkinoiden virallissääntely sekä markkinoiden väärinkäyttö eli sääntelyyn kohdistuvat rikkomukset ja laiminlyönnit. Arvopaperimarkkinasääntelyä tarkastellaan markkinaosapuolia koskevien säännösten ja velvoitteiden sekä niihin kohdistuvista väärinkäytöksistä määrättävien seuraamusten kautta. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, onko Suomessa ilmennyt arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä vuosien 2013–2017 aikana. Väärinkäytösten ilmenemistä tutkitaan Finanssivalvonnasta annetussa laissa (L 19.12.2008/878) säädetyistä hallinnollisista seuraamuksista sekä rikoslaissa (L 19.12.1889/39) säädetyistä 51 luvun arvopaperimarkkinarikoksista annetuista tuomioista. Mikäli tuloksista käy ilmi, että rikosseuraamuksia on ilmennyt, selvitetään tapauksista perusteet rikoksen tunnusmerkistön täyttymiseen. Tutkimuksen tavoitteeseen pyritään seuraavien tutkimuskysymyksien avulla:

1. Miten arvopaperimarkkinoita säännellään virallissääntelyn kautta Suomessa?
2. Onko hallinnollisia seuraamuksia määrätty vuosina 2013–2017?
3. Onko arvopaperimarkkinarikoksista tuomittu vuosina 2013–2017?
  - 3.1. Mitkä ovat olleet perusteet mahdollisten arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen täyttymiseen?

Tutkimuksessa keskitytään tutkimaan vain Suomen arvopaperimarkkinoita. Lainopillisen näkökulman ollessa tutkimuksen perustana, on luontevaa rajata aihe koskemaan pelkästään yhden valtion arvopaperimarkkinoita, jolloin teoriaosuus pohjautuu vain yhtä valtiota koskevaan lainsäädäntöön. Vaikka EU:n jäsenvaltiota koskeekin yhtenäinen EU-lainsäädäntö ja Häyrysen (2009, 19) mukaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja väärinkäyttöihin liittyvät ongelmat ovat luonteeltaan kansainvälisiä, on tutkimuksen rajausta perusteltu ottaen huomioon tutkimuksen laajuus. Tutkimuksen teoriaosan ulkopuolelle rajataan markkinaosapuolten itesääntely, sillä tutkittavat seuraamuksetkin perustuvat vain virallissääntelyn lainlyönteihin ja rikkomuksiin. Tarkasteltavat hallinnolliset seuraamukset ja arvopaperimarkkinarikosnimikkeistä annetut tuomiot rajataan puolestaan vuosiin 2013–2017. Rajausta perustuu vuoden 2013 arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistukseen, jonka yhteydessä myös rikosnimikkeet muuttuivat.

## **1.2 Tutkimusmenetelmä ja lähdeaineisto**

Tutkimus toteutetaan kvalitatiivisena eli laadullisena tutkimuksena, jossa tutkimusaihetta tutkitaan lainopillisen tutkimusotteen avulla. Laadullinen tutkimus on tutkimuskohteen kokonaisvaltaista tarkastelua, jossa aineisto kootaan todellisissa tilanteissa, jolloin niitä käsitelläänkin ainutlaatuisina (Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2007, 161-164). Lainopillisessa tutkimusotteessa tutkitaan ja tulkitaan voimassa olevaa oikeutta hyödyntäen eri oikeuslähteitä, kuten lainsäädäntöä ja lakien esitöitä (Sutela, Määttä & Myrsky 2003, 10).

Tämän tutkimuksen teoriaosan normilähteet koostuvat kansallisesta ja EU:n arvopaperimarkkinoita koskevasta lainsäädännöstä. Normilähteiden lisäksi oikeuslähteinä käytetään kansallisten lakien esitöitä, oikeuskirjallisuutta sekä oikeustieteellisiä julkaisuja. Aikaisempia tutkimuksia arvopaperimarkkinoiden sääntelystä ja väärinkäytöstä ovat tehneet Häyrynen (2006, 2008, 2009), Häyrynen ja Kajala (2013) sekä Parkkonen ja Knuts (2014), jotka toimivat tämän tutkimuksen keskeisimpänä kirjallisuusaineistona. Empiirisen osion tutkimusaineisto jakautuu hallinnollisiin seuraamuksiin ja rikosseuraamuksiin. Hallinnollisten seuraamusten ai-

neistona käytetään tilastoja Finanssivalvonnan (jäljempänä Fiva) antamista hallinnollisista seuraamuksista ja rikosseuraamusten aineistona arvopaperimarkkinarikoksiin liittyviä korkeimman oikeuden (jäljempänä KKO) oikeustapauksia. Oikeustapausten analysoinnissa keskitytään tutkimaan perusteita rikoksen tunnusmerkistön täyttymiseen. Oikeustapausten tukena käytetään tilastoja Fivan valvontatapauksista ja Oikeusrekisterikeskuksen tilastoimista arvopaperimarkkinarikosnimikkeistä annetuista tuomioista.

### **1.3 Tutkimuksen rakenne**

Tutkimus koostuu neljästä pääosasta: johdannosta, teoriasta, empiriasta ja johtopäätöksistä. Johdannon jälkeisessä teoriaosuudessa pohjustetaan aihetta tarkastelemalla aluksi arvopaperimarkkinoiden keskeisimpiä käsitteitä sekä markkinoiden toimintaa, joiden jälkeen käsitellään arvopaperimarkkinoiden virallissääntelyä. Teoriaosuuden lopuksi käydään läpi markkinoiden väärinkäytöiksi määriteltävät menettelytavat ja niistä annettavat seuraamukset.

Empiriaosuudessa keskitytään tutkimaan Fivan antamia hallinnollisia seuraamuksia, Oikeusrekisterikeskuksen tilastoja arvopaperimarkkinarikoksista annetuista tuomioista, Fivan valvontatapauksia sekä oikeustapauksia vuosilta 2013–2017. Viimeinen pääosio tulee kokoamaan keskeisimmät tutkimustulokset ja johtopäätökset, joiden lisäksi osiossa tarkastellaan tutkimuksen luotettavuutta reliabiliteetin ja validiteetin avulla.

## 2 JOHDATUS ARVOPAPERIMARKKINOIHIN

Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ymmärtäminen edellyttää sekä keskeisten käsitteiden että markkinoiden toiminnan pääpiirteiden tuntemista. Keskeisinä käsitteinä tässä tutkimuksessa pidetään arvopaperin ja rahoitusvälineen määritelmiä, jotka rajaavat myös arvopaperimarkkinalain (L 14.12.2012/746, jäljempänä AML) soveltamisalaa. (Astola 1990, 1; Parkkonen & Knuts 2014, 13.) Tämä luku toimii johdatuksena arvopaperimarkkinoiden sääntelyyn ja se koostuu kolmesta kappaleesta. Ensimmäisessä kappaleessa käsitellään arvopaperin määritelmä, toisessa kappaleessa rahoitusvälineen määritelmä ja viimeisessä kappaleessa tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden toiminnan pääpiirteitä sekä markkinapaikkoja.

### 2.1 Arvopaperi

Arvopaperin alkuperäisenä oikeudellisena tehtävänä on ollut toimia oikeussuhdetta todistavana asiakirjana. Arvopaperi määritellään AML:ssa vaihdantakelpoiseksi ja useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa yleiseen liikkeeseen saatetuksi tai saatettavaksi. Tiivistetysti arvopaperin yleisiä tunnusmerkkejä ovat sen vaihdantakelpoisuus, lajiesinemäisyys sekä yleiseen liikkeeseen saattaminen (HE 157/1988, 6; L 14.12.2012/746, 2:1 §; Parkkonen & Knuts 2014, 15).

*Vaihdantakelpoisuuden* tarkoituksena on suojata arvopaperin luovutuksensaajaa velkakirjalain (L 31.7.1947/622, 2:11-25 §) juoksevia velkakirjoja koskevien säännösten nojalla. Useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa yleiseen liikkeeseen saattamisella tarkoitetaan, että arvopaperin tulee olla *lajiesinemäinen* eivätkä ne siten saa olla eroteltavissa toisistaan kaupallisten ominaisuuksiensa puolesta. Lajiesinemäisyys näkyy osakkeenomistajalle esimerkiksi siten, että hänelle ei ole merkitystä mikä saman lajisista osakkeista on hänen hallinnassaan, sillä hänellä on samat hallinnointi- ja varallisuus oikeudet kuin muilla vastaavien osakkeiden omistajilla. *Yleiseen liikkeeseen saattaminen* tarkoittaa, että arvopaperin luovutuksensaajien joukkoa ei ole ennalta määrätty. Tämän

myötä vaihdantaan voi osallistua ennalta määrittelemätön joukko henkilöitä, josta käytetään nimitystä yleisö. Yleiseen liikkeeseen saattaminen voi tapahtua esimerkiksi laskemalla uusia arvopapereita liikkeeseen, saattamalla jo liikkeeseen lasketuja arvopapereita vaihdannan piiriin tai hakemalla arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi. (HE 184/2001, 27; HE 32/2012, 94, 101; Parkkonen & Knuts 2014, 4, 13-15.)

Arvopaperilla tarkoitetaan siten yksityisoikeudellista arvopaperia, jollaisena on vakiintuneesti pidetty asiakirjaa, jonka oikeuden käyttämisen edellytyksenä on sen hallinta. Määritelmä ei kuitenkaan rajaa käsitettä vain fyysisesti omistajiensa hallussa oleviin arvopapereihin, vaan riittää, että omistajalla on mahdollisuus saada omistuksensa osoittava todiste, kuten osakekirja tai todiste arvo-osuustilistään. Arvopaperin yleisten tunnusmerkkien täytyessä arvopaperi voi olla osake, joukkovelkakirja, muu arvopaperi tai rahasto-osuus. AML:ssa, kuten myöskään tässä tutkimuksessa, arvopaperina ei pidetä oikeutta hallita huoneistoa, muuta tilaa, kiinteistöä tai kiinteistön osaa. Siten esimerkiksi asunto-osakeyhtiön osake ei kuulu arvopaperin käsitteeseen. (Häyrynen & Kajala 2013, 67-69; L 14.12.2012/746, 2:1 §; Parkkonen & Knuts 2014, 13-15.)

*Osakkeella* tarkoitetaan suomalaisten julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden osakkeiden lisäksi muiden yhteisöjen vastaavia osuuksia sekä niistä annettuja talletustodistuksia. Muiden yhteisöjen vastaavilla osuuksilla tarkoitetaan arvopapereita, jotka tuottavat osuuden yhtiön pääomaan. Niitä ovat esimerkiksi osakeyhtiöön rinnastettavan ulkomaisen yhtiön osakkeet ja muut osakkeita vastaavien oman pääoman osuudet suomalaisissa tai ulkomaisissa yhteisöissä. Laskemalla osakkeita liikkeelle yhtiöt voivat kerätä oman pääoman ehtoista rahoitusta sijoittajilta. (HE 32/2012, 102; Häyrynen & Kajala 2013, 68; L 14.12.2012/746, 2:1:1 §; Martikainen & Martikainen 2009, 43.)

*Joukkovelkakirjoihin* sisältyvät suomalaisten julkisten ja yksityisten osakeyhtiöiden ja muiden vastaavien suomalaisten sekä ulkomaisten yhteisöjen liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen lisäksi muut velkasitoumukset talletustodistuksi-

neen. Joukkovelkakirjoja ovat esimerkiksi debentuurit ja joukkovelkakirjalainat. Suomessa joukkovelkakirjalainojen markkinat ovat vielä melko kehittymättömät ja huomattavin velkakirjojen eli obligaatioiden liikkeellelaskija onkin valtio. (HE 32/2012, 102; L 14.12.2012/746 2:1:2 §; Martikainen & Martikainen 2009, 173; Parkkonen & Knuts 2014, 16.)

*Muihin arvopapereihin* kuuluvat arvopaperit, jotka oikeuttavat hankkimaan tai myymään osakkeita tai joukkovelkakirjoja. Tällainen arvopaperi voi olla esimerkiksi osakeyhtiölaissa (L 21.7.2006/624, 3:12 §) säädetty osakeoikeuksiin liittyvä todistus. Tämän lisäksi käsitteeseen on määritelty myös käteissuoritukseen johtavat arvopaperit, jotka määräytyvät arvopaperin, valuutan, koron tai tuoton, hyödykkeen tai muun indeksin tai arvon perusteella. Tällainen arvopaperi voi olla esimerkiksi warrantti. (HE 32/2012, 102; Häyrynen & Kajala 2009, 68-69; L 14.12.2012/746, 2:1:3 §.)

Sijoitusrahastolaissa (L 29.1.1999/48) tarkoitetut rahasto-osuudet lukeutuvat arvopapereihin, vaikka AML:n säännöksiä sovelletaankin niihin vain osittain. Sijoitusrahastotoiminta on varojen hankkimista yleisöltä yhteistä sijoittamista varten ja näiden varojen sijoittamista esimerkiksi rahoitusvälineisiin. Toiminnassa hankitut varat ja niistä johtuvat velvoitteet määritellään sijoitusrahastoksi, joka koostuu pääasiassa osakkeista ja muista arvopapereista. Sijoitusrahaston omistavat sen sijoittajat, ja sen arvo määräytyy rahasto-osuuksien oston ja myynnin mukaan. *Rahasto-osuudella* tarkoitetaan siten samansuuruista osuutta tai vähintään yhtä osuuden murto-osaa sijoitusrahaston tai erikoissijoitusrahaston varoista. Kuitenkaan kaikki yhteissijoitusyritysten osuudet eivät täytä tätä määritelmää eivätkä siten lukeudu arvopaperin käsitteen piiriin. (HE 32/2012, 102; Häyrynen & Kajala 2009, 69; L 29.1.1999/48, 1:2 §; L 14.12.2012/746, 2:1:4 §; Martikainen & Martikainen 2009, 178.)



## 2.2 Rahoitusväline

Arvopaperin lisäksi keskeinen käsite arvopaperimarkkinoiden sääntelyn kannalta on *rahoitusväline*. Rahoitusvälineen määritelmä on arvopaperin käsitettä laajempi, sillä se koskee myös muita rahoitusmarkkinoilla käytettäviä instrumentteja. Keskeisin ero rahoitusvälineen ja arvopaperin välillä on, että rahoitusväline voi arvopaperista poiketen olla myös kahdenvälinen sopimus. Rahoitusvälineellä tarkoitetaan arvopaperia ja erilaisia johdannaissopimuksia, joiden hinta määräytyy toisen hyödykkeen eli kohde-etuuden arvon perusteella. Tällainen kohde-etuus voi olla lähes mikä tahansa tuote. (HE 43/2007, 25; Häyrynen & Kajala 2013, 70; Martikainen & Martikainen 2009, 70; Parkkonen & Knuts 2014, 24.)

Rahoitusväline on määritelty tyhjentävästi sijoituspalvelulain (L 14.12.2012/747) esimerkkiluettelossa. Rahoitusvälineeksi todetaan arvopaperin ohella esimerkiksi sellainen johdannaissopimus, jonka kohde-etuutena on arvopaperi, valuutta, korko, tuotto, päästöoikeus, toinen johdannaissopimus tai rahoitusmarkkinoihin liittyvä tunnusluku ja joka voidaan toteuttaa luovuttamalla kohde-etuus tai tilittämällä sen nettoarvo. Tällaisia johdannaissopimuksia ovat muun muassa optiot ja termiinit. (L 14.12.2012/746, 2:2 §; L 14.12.2012/747, 1:14 §.)

## 2.3 Arvopaperimarkkinoiden toiminta ja markkinapaikat

Arvopapereiden vaihdanta tapahtuu arvopaperimarkkinoilla, jotka ovat osa rahoitusmarkkinoita. *Rahoitusmarkkinoiden* tehtävänä on allokoida eli ohjata rahoituksen yli- ja alijäämiä, välittää informaatiota, hinnoitella rahoitusmuotoja, parantaa rahoitusinstrumenttien likviditeettiä sekä mahdollistaa sijoittajien riskin hajauttaminen ja vähentäminen. Tyypillisesti rahoitusmarkkinat jaetaan rahoituksen kestön pituudella pääomamarkkinoihin ja rahamarkkinoihin. *Pääomamarkkinoilla* rahoituksen laina-aika ylittää vuoden ja *rahamarkkinoilla* laina-aika on puolestaan alle vuoden. Pääoma- ja rahamarkkinat kuuluvat yhtä lailla arvopaperimarkkinoiden piiriin, mutta vain siltä osin kuin rahoituksen järjestäminen tapahtuu vaihdan-

takelmoisilla arvopapereilla. (Astola 1990, 1-2; Häyrynen 2006, 23; Martikainen & Martikainen 2009, 17.)

*Arvopaperimarkkinoiden* tehtävänä on mahdollistaa riskin jakaminen, pääomien kerääminen sekä yritysten valvonta (Häyrynen 2006, 23). Markkinat ohjaavat pääomavirtoja saattaen yhteen liikkeeseenlaskijat eli suomalaiset tai ulkomaiset yhteisöt, jotka ovat laskeneet liikkeeseen arvopaperin sekä sijoittajat, jotka sijoittavat liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin (HE 157/1988, 3; L 14.12.2012/746, 2:3 §). Arvopaperimarkkinat jakautuvat ensi- ja jälkimarkkinoihin. *Ensimarkkinoilla* ei tapahdu kaupankäyntiä vaan pääomaa tarvitsevat yhtiöt laskevat liikkeeseen arvopapereita, joita sijoittajat voivat merkitä. Tällainen toimi on esimerkiksi osakeyhtiön osakeanti. Ensimarkkinoiden toimivuus mahdollistaa hyvin toimivat *jälkimarkkinat*, joilla käydään kauppaa liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. (Astola 1990, 1-2; Martikainen & Martikainen 2009, 18, 45-46.)

Jälkimarkkinoilla kaupankäynti tapahtuu pääsääntöisesti säännellyllä markkinalla ja monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. Näiden lisäksi kauppaa voidaan käydä myös organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä. *Säännelty markkina* on pörssin tai muussa Euroopan talousalueen valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän monenkeskinen järjestelmä, jossa saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa. *Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä* on sen järjestäjän tai muussa ETA-valtiossa vastaavan kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämä muu kuin säännelty markkina tai organisoitu kaupankäyntijärjestelmä, jossa vastaavasti rahoitusvälineitä koskevia tarjouksia yhteen saattamalla tuloksena on sitova kauppa. Suomessa säänneltynä markkinapaikkana toimii Helsingin pörssin ylläpitämä päälista ja monenkeskisenä kaupankäyntijärjestelmänä Helsingin pörssin ylläpitämä First North Finland. Näiden kahden merkittävimpana erona on se, että monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän liikkeeseenlaskijoita koskee hieman kevyemmät vaatimukset. *Organisoitu kaupankäyntijärjestelmä* on muu kuin säännelty markkina tai monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä, jossa kaupankäynnin kohteena

saa olla vain muita kuin oman pääoman ehtoisia rahoitusinstrumentteja eli joukkovelkakirjalainoja, strukturoituja rahoitustuotteita, päästöoikeuksia tai johdannaisia. Organisoitu kaupankäyntijärjestelmä on uusi kauppapaikkamuoto, joita ei vielä toistaiseksi ole Suomessa. (L 14.12.2012/746, 2:5 §; L 28.12.2017/1070, 1:2 §; Finanssivalvonta 2017 a, 2; Parkkonen & Knuts 2014, 28-29.)

### 3 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VIRALLISSÄÄNTELY

Ensi- ja jälkimarkkinoiden toimivuuden edellytyksenä on sijoittajien luottamus markkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Puolueettomuus tarkoittaa kaikkien sijoittajien avointa pääsyä markkinoille ja arvopaperin hintakehityksen vapaata muodostumista. Tehokkuus tarkoittaa puolestaan kaiken tiedon heijastumista arvopaperin hintaan. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tavoitteena onkin markkinoiden tehokkuuden ja läpinäkyvyyden edistäminen sekä sijoittajan suojan ja yleisen luotettavuuden parantaminen. (HE 157/1988, 3; Häyrynen 2006, 23.)

Arvopaperimarkkinoiden sääntely ja valvonta on jaettu Suomessa kansainvälises-tikin tyypilliseen tapaan virallissääntelyyn ja markkinaosapuolten itsesääntelyyn. Virallissääntely käsittää lainsäädännön sekä sitä tukevat säännöt ja määräykset, joiden noudattamista kansallisella tasolla valvoo Fiva. EU:n virallissääntelyä val- voo puolestaan Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen ESMA (European Securities and Markets Authority). Itsesääntely on puolestaan jonkun muun kuin viranomaisen laatimaa eikä se siten ole lain nojalla sitovaa normistoa. Itsesääntely voi silti olla sopimusperusteisesti sitovaa, sillä esimerkiksi Helsingin pörssin säännöt velvoittavat pörssin osapuolia. Itsesääntelyn noudattamista valvovatkin niitä antaneet tahot, esimerkiksi Helsingin pörssin sääntöjen noudattamista valvoo Helsingin pörssi. (HE 32/2012, 65-68; Häyrynen 2009, 20-21; L 19.12.2008/878, 1:3 §; L 14.12.2012/746, 1:6 §; Nasdaq Helsinki Oy 2018, 9.1.1; Parkkonen & Knuts 2014, 32.)

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö koostuu AML:sta, laista kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (L 28.12.2017/1070), sijoituspalvelulaista (L 14.12.2012/747), laista arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta (L 16.6.2017/348), laista arvopa-peritileistä (L 14.12.2012/750), laista Finanssivalvonnasta (L 19.12.2008/878) se- sekä rikoslain (L 19.12.1889/39) 51 luvun rikossäännöksistä. Lakien ohella markki- noiden sääntelyä toteutetaan alempitaisoisilla säännöksillä. Kansallisen virallis- sääntelyn lisäksi arvopaperimarkkinoiden sääntely perustuu myös suoraan sovel- lettaviin EU-asetuksiin. Kansallisen lainsäädännön tueksi valtiovarainministeriö

voi antaa säännöksiä ja asetuksia ja Fiva vastaavasti määräyksiä ja ohjeita. Markkinaosapuolten itsesääntelyä harjoittavia tahoja Suomessa ovat esimerkiksi Helsingin pörssi, Finanssialan keskusliitto ry sekä Elinkeinoelämän Keskusliiton, Keskuskauppakamarin ja Helsingin pörssin jäsenistä koostuva Arvopaperimarkkinayhdistys. (HE 32/2012, 65-66, 152, 171.)

Tämä luku käsittelee arvopaperimarkkinoiden virallissääntelyä ja se koostuu neljästä kappaleesta. Ensimmäisessä kappaleessa tarkastellaan arvopaperimarkkinoilla noudatettavia yleissäännöksiä, toisessa käsitellään puolestaan tiedonantovelvollisuutta ja kolmannessa julkista ostotarjousta ja tarjousvelvollisuutta. Viimeisessä kappaleessa käydään läpi markkinoiden väärinkäyttöä koskevia kieltoja ja velvollisuuksia.

### **3.1 Yleiset säännökset**

Koko AML:n soveltamisalaa koskevia yleissäännöksiä ovat kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti, kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla. Yleissäännösten tarkoituksena on korostaa periaatelähtöistä sääntelyä, lisätä lain ymmärrettävyyttä ja ohjata lain tulkintaa. (HE 32/2012, 74; L 14.12.2012/746, 1:2-4 §.)

Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan periaatteita ja säännöksiä, joiden noudattamista on arvopaperimarkkinoilla vallitsevan mielipiteen mukaan pidettävä oikeina ja kaikkien osapuolten kannalta kohtuullisena toimintatapana. Hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kieltoa sovelletaan arvopaperimarkkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin henkilöihin, oikeushenkilöihin, arvopapereihin ja muihin rahoitusvälineisiin. Kielto kattaa esimerkiksi toimet tai laiminlyönnit, jotka liittyvät arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamiseen, yleisölle tarjoamiseen, arvopaperien kauppaan sekä tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen korostuu erityisesti silloin, kun tiettyyn tapaukseen ei ole sovellettu erillistä säännöstä.

Kielto onkin katsottu tarpeelliseksi, sillä arvopaperimarkkinalainsäädännöllä ei ole mahdollista luoda aukotonta sääntelyä kaikkiin tilanteisiin. (HE 32/2012, 94-97; L 14.12.2012/746, 1:2 §; Parkkonen & Knuts 2014, 19-20.)

Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja koskee elinkeinotoiminnassa tapahtuvaa arvopapereiden ja muiden rahoitusvälineiden markkinointia ja vaihdantaa sekä tiedonantovelvollisuutta. Totuudenvastaisuudella tarkoitetaan jonkin seikan selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Harhaanjohtava tieto voi puolestaan olla itsessään totuudenmukainen, mutta se voi esimerkiksi esittämistapansa tai -muotonsa takia olla omiaan antamaan virheellisen käsityksen. Oleellista pykälän soveltamisen kannalta on, että tiedon tulee olla omiaan vaikuttamaan sijoittajan sijoituspäätökseen. Mikäli sijoittajalle olennaisesti merkityksellisen tiedon totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus ilmenee tiedon esittämisen jälkeen, on tieto viivytyksettä oikaistava tai täydennettävä riittävällä tavalla. Kielto koskee kaikkia arvopaperimarkkinoilla toimivia ja kattaa tiedonantovelvollisuuden sekä ensi- että jälkimarkkinoilla. Markkinoinnin ja vaihdannan osalta kielto koskee elinkeinotoimintaa, jossa ammattimaisesti harjoitetaan taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. (HE 32/2012, 97-99; Häyrynen & Kajala 2013, 54-58; L 14.12.2012/746, 1:3 §; Parkkonen & Knuts 2014, 21-22.)

Sijoittajien saatavilla on tasapuolisesti ja johdonmukaisesti pidettävä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia riittäviä tietoja, millä pyritään korostamaan arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyttä sekä edistämään sijoittajien tasapuolista kohtelua. Tietojen riittävyteen vaikuttavat muun muassa liikkeeseenlaskijan ja arvopaperin luonne, tilanne, jossa tiedonantovelvollisuus syntyy sekä kohderyhmä, jolle tieto annetaan. Toisin sanoen mitä laajempi ja asiantuntemattomampi kohderyhmä on, sitä kattavammin tietoja on annettava. Velvollisuus koskee niitä, jotka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoavat tai hakevat arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai sitä, jolla on tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan. Velvollisuus koskee siten arvopapereiden liikkeeseenlaskijaa ja tarjoajaa, arvopapereita säännellylle

markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kaupankäynnin kohteeksi hakevaa sekä näiden toimeksiannosta toimivaa. Velvollisuus ei koske arvopapereiden markkinointia, jossa tietojen antamista voi rajoittaa esimerkiksi käytetty markkinointikanava. (HE 32/2012, 99-100; HE 11/2015, 36; Häyrynen & Kajala 2013, 59-60; L 14.12.2012/746, 1:4 §; Parkkonen & Knuts 2014, 23.)

### **3.2 Tiedonantovelvollisuus**

Arvopapereiden liikkeeseenlaskijoita koskeva tiedonantovelvollisuus on vakiintuneesti jaettu tiedonantovelvollisuuteen ensi- ja jälkimarkkinoilla. Ensimmäisiä koskeva tiedonantovelvollisuus muodostuu listautumisvaiheessa listalleottoesitteen julkaisemisesta. Jälkimarkkinoita koskeva tiedonantovelvollisuus käsittää listautumisvaiheen jälkeisen jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden. Näiden lisäksi liikkeeseenlaskijaa koskevat muut tiedonantoon liittyvät velvollisuudet. (Finanssivalvonta 2017 b; HE 32/2012, 52; Häyrynen & Kajala 2013, 97.)

Seuraavissa alakappaleissa käsitellään esitteen julkaisemisvelvollisuutta, jatkuvaa ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta, liputusvelvollisuutta ja liputusilmoituksen julkaisemista, muita tiedonanto- ja erityisiä velvollisuuksia sekä säänneltyjen tietojen julkistamista ja saatavilla pitoa. Esitteen julkaisemisvelvollisuuden osalta käynnissä on esitesääntelyn uudistus, joka pohjautuu suoraan sovellettavaan Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseen ((EU) 2017/1129), jonka tarkoituksena on kumota voimassa oleva kansallinen esitesääntely. Uusi esiteasetus asetetaan voimaan asteittain, ja se tulee kokonaisuudessaan sovellettavaksi 21. heinäkuuta 2019 alkaen. Tässä tutkimuksessa keskitytään kuitenkin käsittelemään voimassaolevaa esitesääntelyä. (Edilex 2017.)

#### **3.2.1 Esitteen julkaisemisvelvollisuus**

Keskeinen seikka haettaessa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai tarjottaessa niitä yleisölle on velvollisuus julkaista esite. *Esitteellä* tarkoitetaan asiakirjaa, jonka tarkoituksena on taata sijoittajalle käytettäväkseen olennaiset ja riittävät tiedot, jotta sijoittaja pystyy tekemään perustellun arvion

arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Esitevelvollisuutta koskevat säännökset esitteen rakenteesta, sisällöstä, voimassaolosta ja velvollisuutta koskevista poikkeuksista perustuvat AML:iin, johon valtiovarainministeriön asetus (VMA 20.12.2012/1019) ja Euroopan komission esiteasetus ((EY) N:o 809/2004) antavat yksityiskohtaisemmat säännökset koskien sen julkaisemista ja sisältöä. (HE 32/2012, 11; Häyrynen & Kajala 2013, 97; L 14.12.2012/746, 5:1 §; Parkkonen & Knuts 2014, 73.)

Esitteen julkaisemisvelvollisuus syntyy erikseen haettaessa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle sekä tarjottaessa niitä yleisölle. Velvollisuus koskee ketä tahansa; niin arvopaperien tarjoajaa ja liikkeeseenlaskijaa kuin myös sitä, joka toimii toimeksiannon nojalla. Velvollisuus koskee siten vain säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi haettavia arvopapereita eli velvollisuutta ei synny haettaessa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään. Monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään kaupankäynnin kohteeksi haettavista arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta voidaan kuitenkin esitteen sijasta määrätä laadittavaksi ja julkaistavaksi yhtiöesite. Esitettä ei poikkeuksellisesti tarvitse julkaista esimerkiksi silloin, kun arvopapereita tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille tai Fivan myöntäessä poikkeusluvan. (Häyrynen & Kajala 2013, 98-99; L 14.12.2012/746, 4:1-5 §;.)

Esite on julkaistava ennen arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai ennen tarjouksen voimaan tuloa, ja se on pidettävä yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan. Esitteen lainmukaisuuden edellytyksenä on sen viranomaishyväksyntä ja voimassaolo, joista Suomessa huolehtii Fiva. Sisältövaatimukset täyttävä asiakirja on AML:n mukainen esite silloin, kun Fiva on hyväksynyt sen. Viranomaishyväksynnän jälkeen esite on voimassa oleva, jolloin se on julkaistava samansisältöisenä ja -muotoisena kuin se on hyväksytty. Esitteen voimassaolo päättyy, kunnes esitteessä tarkoitettujen arvopapereiden tarjouksen voimassaolo on päättynyt tai kun ne on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, kuitenkin enintään 12 kuukautta siitä, kun se on hyväksytty.



Mikäli hyväksynnän jälkeen esitteessä ilmenee virhe, puute tai olennainen uusi tieto, jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajille, on yleisön tietoon saatettava oikaisu tai täydennys ilman aiheetonta viivytystä. (HE 32/2012, 108; L 14.12.2012/746, 4:1 §, 4:14 §, 4:16 §.)

Sisällöllisesti esitteen tulee antaa sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Tieto mahdollisesta takaajasta on annettava, jos takaajana on muu kuin Suomen valtio tai ETA-valtio. Esitteen tulee sisältää olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuuden näkymistä sekä arvopaperiin liittyvistä oikeuksista ja muista sen arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tietojen riittävyteen vaikuttaa liikkeeseenlaskijan ja arvopaperin luonne, tilanne, jossa tiedonantovelvollisuus syntyy sekä kohderyhmä, jolle tieto annetaan. Fiva voi kuitenkin antaa suostumuksen tietojen pois jättämisestä esitteessä esimerkiksi tiedon ollessa merkitykseltään vähäinen (L 14.12.2012/746, 4:13 §). Esitteessä annetut tiedot on esitettävä johdonmukaisesti ja helposti ymmärrettävästi, ja se on laadittava pääsääntöisesti suomen tai ruotsin kielellä, jos arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle vain Suomessa. (HE 32/2012, 110-111; L 14.12.2012/746, 2:14 §, 4:6 §, 4:12 §.)

Esitteen yksityiskohtaisiin sisältövaatimuksiin sovellettavat säännökset riippuvat tarjouksen koosta ja siitä, haetaanko arvopapereita säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi. Esiteessä sovelletaan AML:a, sen nojalla annettuja säännöksiä ja Euroopan komission esiteasetusta silloin, kun arvopapereita haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja arvopapereiden yleisölle tarjoamisen osalta silloin, kun tarjouksen yhteenlaskettu vastike Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana tehdyistä tarjouksista on vähintään 5 000 000 euroa. Tällöin esitteestä käytetään nimitystä *EU-esite*. AML:n ja valtiovarainministeriön esitettä koskevan asetuksen säännöksiä sovelletaan silloin, kun arvopapereita ei haeta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ja kun tarjous alittaa vii-

den miljoonan euron raja-arvon. Tällöin esitteestä käytetään nimitystä *kansallinen esite*. (HE 32/2012, 110-111; Häyrynen & Kajala 2013, 119-123; L 14.12.2012/746, 4:6 §.)

Rakenteellisesti sekä EU-esitettä että kansallista esitettä koskevat samat vaatimukset. Esite on julkaistava joko yhtenä tai kolmiosaisena asiakirjana. Mikäli esite julkaistaan kolmessa osassa, on ne nimettävä tiivistelmäksi, rekisteröintiasiakirjaksi ja arvopaperiliitteeksi. Myös yhtenä asiakirjana julkaistavassa esitteessä on esitettävä tiivistelmä itsenäisenä osiona esitteen alussa. Tiivistelmää ei kuitenkaan tarvitse laatia, jos esite liittyy muiden kuin osakesidonnaisten arvopapereiden, joiden nimellis- tai vasta-arvo on vähintään 100 000 euroa, hakemiseen kaupan käynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. *Tiivistelmässä* on esitettävä ytimekkäästi ja yleiskielellä keskeiset tiedot, jotka yhdessä muun esitteen kanssa auttavat tekemään perustellun arvion arvopapereista. Keskeisiä tietoja ovat esimerkiksi liikkeenlaskijan varat, velat ja taloudellinen asema sekä arvopaperiin tehtävän sijoituksen olennaiset ominaisuudet, riskit ja arvopaperiin liittyvät oikeudet (VMA 20.12.2012/1019, 1:4 §). Lisäksi tiivistelmän tietojen ja niiden esittämistavan on autettava samankaltaisista arvopapereista laadittujen tiivistelmien vertailua. Tiivistelmään on myös lisättävä varoitusteksti, jossa on muun muassa mainittava, että kyseistä osaa on pidettävä esitteen johdantona ja sijoituspäätös tulee perustaa esitteeseen kokonaisuutena (VMA 20.12.2012/1019, 1:5 §). *Rekisteröintiasiakirjan* tulee puolestaan sisältää tiedot liikkeeseenlaskijasta. *Arvopaperiliitteen* on sisällettävä tiedot arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle tai joita haetaan kaupan käynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Tarvittaessa siinä on esitettävä tiedot rekisteröintiasiakirjan tiedoissa tapahtuneista muutoksista, joilla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajille. (Häyrynen & Kajala 2013, 119-120; L 14.12.2012/746, 4:6-9 §.)

### **3.2.2 Jatkuva tiedonantovelvollisuus**

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely perustuu suoraan sovellettavan Euroopan parlamentin ja neuvoston markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU)

N:o 596/2014, jäljempänä MAR) julkistamisvaatimuksiin, joita täydentävät Euroopan komission täytäntöönpanoasetuksen ((EU) 2016/1055) julkistamiskeinot. Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan liikkeeseenlaskijoita koskevaa sisäpiiritiedon julkistamista, jolla turvataan sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen mahdollisuus tiedonsaantiin. *Sisäpiiritieto* on niin kutsutussa perustilanteessa luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen ja jolla julkistettuna olisi todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan. Jotta tieto luokitellaan sisäpiiritiedoksi, tulee se olla täsmällistä, jolla erotetaan sisäpiiritieto niin sanotuista markkinahuhuista. Tiedon tulee olla myös julkistamatonta eli sen ei tule olla julkaistu tai markkinoilla yleisesti tiedossa, jolloin tiedon piiriin kuuluu vain rajattu joukko. Ollakseen sisäpiiritietoa, tiedon ei tarvitse koskea yksilöityä kaupan kohteena olevaa arvopaperia, vaan myös tiettyihin arvopapereihin tai jopa arvopaperimarkkinoihin kohdistuva tieto voi olla sisäpiiritietoa. Edellä mainittujen lisäksi sisäpiiritiedoksi määriteltävällä tiedolla tulisi julkistettuna olla huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin. Tietoa voidaan pitää huomattavana, mikäli järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi tietoa yhtenä perusteena sijoituspäätökseensä. (Finanssivalvonta 2017 c; Kujala 2017, 235-242; (EU) N:o 596/2014, 7:1:a §.)

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijoita, jotka ovat hakenneet tai hyväksyneet rahoitusvälineen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai organisoituun kaupankäyntijärjestelmään. Julkistamisvelvollisuuden piiriin lukeutuvat sellaiset sisäpiiritiedot, jotka koskevat suoraan liikkeeseenlaskijaa. Liikkeeseenlaskijalla on velvollisuus ilmoittaa yleisölle tällaisista tiedoista mahdollisimman pian, jotta vältetään sisäpiirikaupoilta ja varmistetaan, että sijoittajia ei johdeta harhaan. Lähtökohtaisesti julkistamisvelvollisuus syntyy myös valmisteilla olevista päätöksistä. (Finanssivalvonta 2017 d; (EU) N:o 596/2014, 9, 17:1 §.)

Sisäpiiritieto on julkistettava siten, että yleisöllä on siihen nopea pääsy ja sitä voidaan yleisön keskuudessa arvioida perusteellisesti, asianmukaisesti ja oikea-aikaisesti. Sisäpiiritiedon julkistaminen tapahtuu teknisillä keinoilla, ja tieto tulee levittää mahdollisimman laajalle yleisölle syrjimättömästi, maksutta sekä samanaikaisesti kaikkialla EU:ssa. Tämä tarkoittaa, että liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa sisäpiiritieto pörssitiedotteella sekä toimittaa julkistamansa sisäpiiritiedot Helsingin pörssin ylläpitämään tiedotevarastoon. On huomioitava, että sisäpiiritiedon julkistamista ei saa yhdistää liikkeeseenlaskijan toiminnan markkinointiin. Sisäpiiritiedon välittäminen voi tapahtua joko suoraan tai kolmannen osapuolen kautta sellaisiin tiedotusvälineisiin, joissa yleisö voi kohtuudella odottaa tietojen tehokkaan levittämisen. Kaikki julkistettavat sisäpiiritiedot on säilytettävä liikkeeseenlaskijan verkkosivustolla vähintään viiden vuoden ajan, ja liikkeeseenlaskijan on huolehdittava tietojen täydellisyydestä, eheydestä ja luottamuksellisuudesta korjaamalla viipymättä mahdolliset puutteet tai häiriöt. (Finanssivalvonta 2017 d; (EU) N:o 596/2014, 17:1 §; (EU) 2016/1055, 2:1 §.)

Liikkeeseenlaskijalla on mahdollisuus omalla vastuullaan lykätä sisäpiiritiedon julkistamista, mikäli kaikki lykkäyksen edellytykset täyttyvät. Edellytyksenä on, että sisäpiiritiedon välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutettuja etuja, julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan ja liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan tiedon säilymisen luottamuksellisena. ESMA:n mukaan julkistamisen lykkääminen todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan, jos esimerkiksi lykättävä sisäpiiritieto eroaa olennaisesti liikkeeseenlaskijan aiemmin julkaisemasta asiasta, jota sisäpiiritieto koskee (ESMA/2016/1478, 5). Lykkäämisestä tulee ilmoittaa Fivalle välittömästi sisäpiiritiedon julkistamisen jälkeen ja esittää pyydettyä selvitys lykkäämisedellytysten täyttymisestä. (Finanssivalvonta 2017 d; (EU) N:o 596/2014, 17:4 §.)

### **3.2.3 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus**

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus tarkoittaa arvopaperin liikkeeseenlaskijan velvollisuutta antaa säännöllisesti tietoja sijoittajille taloudellisesta asemastaan ja

tuloksestaan avoimuusdirektiivin (2004/109/EY) vaatimusten mukaisesti julkistamalla tilinpäätös ja toimintakertomus sekä puolivuositarkastus. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus määräytyy avoimuusdirektiivin mukaan säännellyllä markkinnalla kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan kotivaltion mukaan. Velvollisuus antaa tietoja koskee liikkeeseenlaskijaa, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on Suomi. Lähtökohtaisesti kotivaltioksi määräytyy Suomi, jos liikkeeseenlaskijan yhtiöoikeudellinen kotipaikka on Suomessa, mistä löytyy kuitenkin poikkeustapauksia. Velvollisuus ei koske Suomen valtiota, kuntaa tai kuntayhtymää, Suomen Pankkia, Euroopan keskuspankkia tai eräitä kansainvälisiä julkisyhteisöjä. (Häyrynen & Kajala 2013, 202-206; L 14.12.2012/746, 7:1-4 §; Parkkonen & Knuts 2014, 171; VMA 20.12.2012/1020, 1:1 §.)

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus edellyttää, että liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa tilinpäätös ja siihen sisältyvä toimintakertomus ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös esitetään vahvistettavaksi. Lopullinen takaraja julkistamiselle on kuitenkin viimeistään neljän kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkistamisessa on noudatettava komission teknistä sääntelystandardia, ja 1.1.2020 lähtien ne on julkaistava noudattaen standardin sähköisiä muotoja (HE 11/2015, 38). Vuosittain julkistettavan *tilinpäätöksen* tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Tilinpäätöksen tulee sisältää tarkastetut tilinpäätösasiakirjat, toimintakertomus ja lausunnot vastuullisilta henkilöiltä tilinpäätöksen oikean ja riittävän kuvan antamisesta. (2004/109/EY, 4:2 §.) *Toimintakertomuksessa* on puolestaan annettava oikean kuvan antava selostus liikkeeseenlaskijan toiminnan kehittymisestä ja tuloksellisuudesta, taloudellisesta tilanteesta, merkittävistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä sekä tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopapereiden julkiseen ostotarjoukseen. Toimintakertomuksessa tulee esittää muun muassa tilauskanta ja siihen liittyvät olennaiset riskit, liikkeeseenlaskijan osakkeiden omistuksen jakautuminen sekä tiedossa olevat osakkeenomistajat, jotka omistavat

vähintään viisi prosenttia osakkeiden ääni- tai kokonaismäärästä. (L 14.12.2012/746, 7:5-6 §; VMA 20.12.2012/1020, 2:5 §.)

Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ohessa on julkistettava tilintarkastuskertomus ja esitettävä selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä sekä muista kuin taloudellisista tiedoista kirjanpitolain (L 30.12.1997/1336, 3 a:1-6 §) mukaan. Avoimuusdirektiivin muutosten myötä AML:n 7 luvusta kumottiin tilinpäätöstiedotetta koskeva pykälä nimenomaisesti sen vuoksi, että tiedotetta eivät koske enää osavuositarkastuksen muotovaatimukset. Liikkeeseenlaskijalla on siitä huolimatta MAR 17 artiklan nojalla velvollisuus julkistaa tilinpäätökseen ja toimintakertomukseen sisältyvä sisäpiiritieto mahdollisimman pian. (Finanssivalvonta 2017 e; HE 11/2015, 38; L 14.12.2012/746, 7:6-8 §.)

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus velvoittaa liikkeeseenlaskijaa julkistamaan *puolivuositarkastuksen*, jonka tarkoituksena on antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Katsauksessa annettuja tietoja tulee voida vertailla edellisen tilikauden vastaaviin tietoihin. Puolivuositarkastus julkistetaan tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta, ja julkistuksen tulee tapahtua ilman aiheetonta viivästystä viimeistään kolmen kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Puolivuositarkastuksen julkistamisvelvollisuus ei kuitenkaan koske liikkeeseenlaskijaa, joka on laskenut liikkeeseen kaupan käynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla vain muita kuin osakkeita, osakkeisiin oikeuttavia arvopapereita tai niihin rinnastettavia arvopapereita, joiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa. Puolivuositarkastus koostuu selostus- ja taulukko-osista, joista *selostusosassa* tulee antaa yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä niiden kehityksestä katsastuskaudella. Siinä tulee selostaa katsastuskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia ja niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan toiminnan tulokseen ja taloudelliseen asemaan. Lisäksi selostusosassa tulee antaa kuvaus liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Puolivuositarkastuksen

*taulukko-osa* tulee laatia noudattaen kirjanpitolain kansainvälisiä osavuositaukoksia koskevia tilinpäätösstandardeja. (L 14.12.2012/746, 7:10-11 §.)

### **3.2.4 Liputusvelvollisuus ja liputusilmoituksen julkaiseminen**

Liputusvelvollisuus edellyttää pörssilistatun osakeyhtiön osakkeenomistajan ilmoittamaan huomattavista omistus- ja ääniosuuksistaan yhtiössä. Osakkeenomistajan omistus- tai äänioikeuden ylittäessä niin sanotun liputusrajan, tulee liputusilmoitus tehdä kohdeyhtiölle ja Fivalle. Omistus- ja äänioikeudella tarkoitetaan lähtökohtaisesti kaikkien osakkeiden tuottamia yhtäläisiä oikeuksia ja velvollisuuksia, sillä esimerkiksi yhden osakkeen omistaminen tuottaa pääsääntöisesti yhden äänen yhtiökokouksessa. Liputussääntely liittyy keskeisesti säänneltyjen markkinoiden avoimuuteen, koska sen tavoitteena on edistää listattujen yhtiöiden omistus- ja äänivaltarakenteiden sekä niissä tapahtuvien muutosten läpinäkyvyyttä. Liputustieto voi sisältää tietoa niin yhtiön omistusrakenteen pitkän aikavälin kehityksestä kuin myös osakkeissa tapahtuvista merkittävistä äkillisistä muutoksista, joilla voi olla olennainen vaikutus yhtiön arvopaperin arvoon. (HE 32/2012, 12, 52; Häyrynen & Kajala 2013, 241; L 21.7.2006/624, 3:1 §, 3:3 §; Parkkonen & Knuts 2014, 239-240.)

Liputusvelvollisuus koskee kaikkia sellaisten suomalaisten yhtiöiden omistus- ja ääniosuuksia, joiden osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla missä tahansa ETA-valtiossa. Velvollisuus ulottuu myös yhtiön osakkeenomistajaan sekä osakkeenomistajaan rinnastettavaan henkilöön, joka ei itse ole osakkeenomistaja, mutta käyttää esimerkiksi määräysvaltaa osakkeenomistajassa. Liputusvelvollisuus voi siten syntyä useammalle henkilölle, mutta liputusilmoituksen tekee tällöin se, joka omistaa enemmän kuin puolet osakkeiden äänimäärästä ja jonka määräysvallassa osakkeenomistaja on. Velvollisuus ei sen sijaan ulotu sellaisten yhtiöiden osuuksiin, joiden osake on kaupankäynnin kohteena monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä. (Häyrynen & Kajala 2013, 244, 246-250; L 14.12.2012/746, 2:4 §, 9:1 §, 9:4 §, 9:9 §.)

Osakkeenomistajan on tehtävä liputusilmoitus hänen osuutensa saavuttaessa, ylitäessä tai alittaessa 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosenttia tai kaksi kolmasosaa yhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä. Liputusilmoituksen omistus- ja ääniosuuteen lasketaan muun muassa niiden yhteisöjen ja säätiöiden osuudet, jotka ovat osakkeenomistajan määräysvallassa. Liputusilmoitus on tehtävä lähtökohtaisesti aina, kun liputusraja saavutetaan, ylitetään tai alitetaan riippumatta liputusrajan rikkoutumisen kestosta. Liputusvelvollisuuden ensisijaisen tavoitteen ollessa kohdeyhtiön omistus- ja äänivaltarakenteiden avoimuuden lisääminen, ei kaupankäyntipäivän aikana tapahtuvien edestakaisten liputusrajan rikkoutumisten ilmoituksilla ole kuitenkaan lisäarvoa. (Häyrynen & Kajala 2013, 249-251; L 14.12.2012/746, 9:3 §, 9:7 §.)

Liputusilmoitus on julkaistava ilman aiheetonta viivytystä viimeistään seuraavana kaupankäyntipäivänä sen jälkeen, kun osakkeenomistaja sai tietää tai hänen olisi pitänyt tietää liputusrajan rikkovasta oikeustoimesta. Osakkeenomistajan katsotaan saaneen tiedon kyseisestä oikeustoimesta viimeistään kahden kaupankäyntipäivän kuluttua siitä, kun oikeustoimi on tapahtunut. Liputusilmoitus tulee tehdä kirjallisesti suomen tai ruotsin kielellä ja kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla siellä yleisesti käytetyllä kielellä. Liputusilmoituksen tulee sisältää ainakin kohdeyhtiön nimi, peruste liputusilmoituksen tekemiselle sekä liputusrajan rikkoutumisen ajankohta. Silloin kun omistus- ja ääniosuus on 10 prosenttia tai yli, tulee ilmoituksessa antaa tiedot muun muassa osakelajikohtaisesti kohdeyhtiön osakkeiden luku- ja äänimäärästä. (L 14.12.2012/746, 9:9 §, 9:11 §; VMA 20.12.2012/1021, 6 §.)

### **3.2.5 Muut tiedonanto- ja erityiset velvollisuudet**

Liikkeeseenlaskijaa koskevat muut tiedonanto- ja erityiset velvollisuudet koskevat liikkeeseenlaskijan omilla osakkeilla tehtyjen kauppojen ilmoittamista ja niiden julkistamista, yhtiö- ja joukkovelkakirjanhaltijoiden kokousta ja niissä käytettävää valtakirjamallia. Näiden lisäksi velvollisuudet koskevat osakkeiden kokonaismäärän ja äänimäärän julkistamista, joukkovelkakirjalainan haltijoiden yhdenvertaista



kohtelua, tiedottamista liittyen listautumishakemukseen ja liikkeeseenlaskijan oikeutta saada tietoja osakkaistaan. Liikkeeseenlaskijan tulee tehdä ilmoitus omilla osakkeillaan tehdyistä kaupoista säännellyn markkinan ylläpitäjälle ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua. Ilmoitukseen ei liity sisältövaatimuksia, mutta Fivalla on oikeus antaa ilmoituksiin liittyviä tarkempia määräyksiä. (Häyrynen & Kajala 2013, 236; L 14.12.2012/746, 8:2-8 §.)

Yhtiökokouksen osalta osakkeen liikkeeseenlaskijan tulee pitää osakkeenomistajan saatavilla yhtiökokouksessa käytettävää liikkeeseenlaskijan lukuun tai sen puolesta laadittua valtakirjamallia. Osakkeenomistajien oikeuksien edistämiseksi on osakkeen liikkeeseenlaskijan julkaistava kokouskutsu, joka koskee myös joukkovelkakirjalainan liikkeeseenlaskijaa, mikäli joukkovelkakirjalainan ehdoissa on määräys joukkovelkakirjanhaltijoiden kokouksesta. Sen lisäksi tulee lainan liikkeeseenlaskijan julkistaa tiedot kokouksen ajankohdasta, paikasta, käsiteltävistä asioista ja muista keskeisistä oikeuksista. Myös joukkovelkakirjanhaltijoiden kokouksessa on pidettävä saatavilla valtakirjamalli. Joukkovelkakirjahaltijoita kohtaan liittyy niiden yhdenvertainen kohtelu silloin, kun joukkovelkakirjat on laskettu liikkeeseen samanaikaisesti ja yhtäläisin ehdoin. (Häyrynen & Kajala 2013, 238; L 14.12.2012/746, 8:4-5 §.)

Liikkeeseenlaskijaa koskee velvollisuus julkistaa osakekannan kokonaismäärä ja osakkeiden tuottamia äänimääriä koskevat muutokset viimeistään sen kuukauden lopussa, jonka aikana kyseiset määrät ovat muuttuneet. Näihin liikkeeseenlaskijan julkistamiin tietoihin perustuvat myös huomattavien omistus- ja äänioikeuksien ilmoittaminen, joiden ajantasaisuuden takaamiseksi olisi suositeltavaa, että kohdeyhtiö julkistaisi kokonaisosake- ja kokonaisäänimäärässään tapahtuvat muutokset ilman aiheetonta viivytystä sen jälkeen, kun muutokset on merkitty kaupparekisteriin. Liikkeeseenlaskijan on viipymättä julkistettava tieto jättämästään hakemuksesta koskien arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle eli listautumishakemuksesta. Liikkeeseenlaskijalla on vastaavasti oikeus saada osakkaitaan koskevat tiedot. Velvollisuus tietojen antamiseen on hal-

lintarekisteröinnin hoitajalla tai säilyttämistä harjoittavalla yrityksellä. (Häyrynen & Kajala 2013, 238-239; L 14.12.2012/750, 1:2 §; L 14.12.2012/746, 8:6-8 §.)

### 3.2.6 Säänneltyjen tietojen julkistaminen ja saatavilla pito

*Säännelty tieto* tarkoittaa liikkeeseenlaskijan julkistettavaksi tarkoitettuja jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden, muiden tiedonanto- ja erityisten velvollisuuksien, liputusvelvollisuuden sekä julkisen ostotarjouksen ja tarjousvelvollisuuden piiriin säädettyjä tietoja (L 14.12.2012/746, 10:2 §). Säänneltyjen tietojen julkistaminen ja saatavilla pito koostuu kolmesta osa-alueesta: tietojen jakelusta, saatavilla pidosta ja toimittamisesta toimivaltaiselle viranomaiselle. *Tietojen jakelu* on tietojen julkistamisen yhteydessä niiden aktiivista toimittamista sijoittajille ja medialle. *Tietojen saatavilla pidolla* varmistetaan, että julkistettuihin tietoihin on pääsy edelleen myös sen jälkeen, kun ne on toimitettu sijoittajille ja medialle. *Tietojen toimittaminen viranomaisille* toimii menettelynä, joka tukee tiedonantovelvollisuuksien valvontaa. (Häyrynen & Kajala 2013, 278.)

Säänneltyjen tietojen julkistamisen ja saatavilla pidon säännökset velvoittavat pääsääntöisesti säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on Suomi. Avoimuusdirektiiviin (2004/109/EY) perustuvien säännösten lähtökohdana on, että tietojen julkistamiseen, saatavilla pitoon ja toimittamiseen viranomaisille sovelletaan kotivaltion säännöksiä riippumatta siitä, missä arvopaperit ovat kaupankäynnin kohteena. Julkistamismenettelyyn säädetyn poikkeuksen myötä säännökset velvoittavat kuitenkin myös liikkeeseenlaskijaa, jonka säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltio on muu kuin Suomi, mikäli tällä on arvopapereita kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ainoastaan Suomessa. (Häyrynen & Kajala 2013, 279; L 14.12.2012/746, 10:1 §.)

Tietojen jakelua koskevien vaatimusten pyrkimyksenä on turvata tietojen leviäminen mahdollisimman laajalle kohderyhmälle mahdollisimman samanaikaisesti. Liikkeeseenlaskijan onkin julkistettava säännellyt tiedot menettelytavalla, joka

turvaa säänneltyjen tietojen jakelun ja toimittamisen sijoittajille nopeasti ja tasapuolisesti. Tiedot tulee toimittaa keskeisille tiedotusvälineille, asettaa saataville liikkeeseenlaskijan internetsivuille sekä toimittaa viranomaisille eli Helsingin pörssin tiedotevarastoon, Fivalle sekä asianomaiselle säännellyn markkinan ylläpitäjälle samaan aikaan kun ne julkistetaan. Tietojen julkistamisessa ei ole määrätty käytettäväksi tiettyä tiedotusvälinettä, mutta liikkeeseenlaskijan edellytetään käyttävän tiedotuskanavaa, jonka voidaan kohtuudella olettaa levittävän tiedot tehokkaasti koko EU:n alueella. Säännellyt tiedot tulee pääsääntöisesti julkistaa suomen tai ruotsin kielellä. (HE 32/2012, 133-134; Häyrynen & Kajala 2013, 280-284; L 14.12.2012/746, 10:3-4 §.)

Tietojen saatavilla pito sekä tiedotevarastossa että liikkeeseenlaskijan internetsivuilla jakautuu kahteen eri luokkaan niitä velvoittavan tietojen saatavilla pitoa koskevan vähimmäisajan mukaan. Viiden vuoden ajan tiedotevarastossa yleisön saatavilla pidettäviä tietoja ovat kaikki sinne toimitetut tiedot, kun taas internetsivuilla niitä ovat säännöllisen tiedonantovelvollisuuden, muiden tiedonanto- ja erityisten velvollisuuksien, liputusvelvollisuuden sekä julkisen ostotarjouksen ja tarjousvelvollisuuden piiriin kuuluvat tiedot mukaan lukien säännöllisen tiedonantovelvollisuuden kotivaltiovalinta. Vähintään kymmenen vuoden ajan yleisön saatavilla pidettäviä tietoja sekä tiedotevarastossa että internetsivuilla ovat säännölliseen tiedonantovelvollisuuden osalta tilinpäätös ja toimintakertomus, selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä, tilintarkastuskertomus sekä puolivuositarkastus. Tietojen säilyttäminen tiedotevarastossa varmistaa sen, että julkistetut tiedot ovat saatavilla riittävän kauan tilanteissa, joissa ne eivät enää ole saatavilla liikkeeseenlaskijan internetsivuilla. (Häyrynen & Kajala 2013, 287-288; L 14.12.2012/746, 10:5 §.)

### **3.3 Julkinen ostotarjous ja tarjousvelvollisuus**

*Julkinen ostotarjous* on esimerkiksi tiedotusvälineissä, internetissä tai kirjeitse tehty ostotarjous säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevaan osakkeeseen tai siihen oikeuttavaan arvopaperiin, jossa tarjouksen tekijä sitoutuu

hankkimaan kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksensa ehdoilla. Julkisenä ostotarjouksena ei kuitenkaan pidetä ennalta määritellylle ja hyvin suppealle arvopapereiden haltijoiden joukolla tehtyä tarjousta. Suomessa julkiset ostotarjoukset ovat olleet lähinnä yrityskauppoja, joissa hyvin usein ulkomaalainen ostaja on tarjoutunut hankkimaan kaikki pörssiyhtiön osakkeet hinnalla, joka on huomattavasti ylittänyt sen kaupankäyntihinnan pörssissä. Tällaisen tarjouksen onnistuessa ostaja hallitsee yhtiötä täydellisesti, mikä mahdollistaa yhtiön poistamisen pörssilistalta. Julkinen ostotarjousprosessi voikin varsin usein vastata pörssiyhtiöelämän päättymistä. (HE 32/2012, 135; Parkkonen & Knuts 2014, 466.)

Julkiset ostotarjoukset jaetaan vapaaehtoiisiin ja pakollisiin ostotarjouksiin, joista *vapaaehtoisessa ostotarjouksessa* tarjouksen tekijällä on vapaus oma-aloitteisesti päättää tarjouksestaan kohdeyhtiön arvopapereihin. Tarjouksen tekijällä on tällöin myös lähtökohtaisesti vapaus määrätä AML:n säännösten puitteissa tarjousvastikkeen määrästä ja lajista sekä tarjouksen ehdoista, kuten tietyn omistus- ja ääni-osuuden saavuttamista yhtiössä. *Pakollinen ostotarjous* perustuu puolestaan osakkeenomistajan tarjousvelvollisuuteen, jossa tällä on velvollisuus tehdä julkinen ostotarjous äänioikeutensa ylittäessä tarjousvelvollisuusrajan eli 30 tai 50 prosenttia kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä silloin, kun osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Pakollista ostotarjousta koskevat säännökset ovat vapaaehtoista ostotarjousta yksityiskohtaisemmat ja ankarammat, sillä niillä pyritään suojaamaan muita osakkeenomistajia. (HE 32/2012, 139; Häyrynen & Kajala 2013, 291-292; L 14.12.2012/746, 11:15 §, 11:19 §.)

Julkisten ostotarjousten sääntelyn tarkoituksena on paitsi edistää sijoittajien luotamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan turvaamalla tiedonsaantia ja keskinäistä tasavertaisuutta myös rakentaa järjestelmälliset menettelytavat tarjousten toteuttamiselle. Tarjousvelvollisuutta koskevien säännösten tarkoituksena on puolestaan suojata muita osakkeenomistajia, mikäli yksittäinen tai yksissä tuumin toimivat henkilöt hankkivat määräysvallan tai huomattavan vaikutusvallan yhtiössä. *Yksissä tuumin toimivat henkilöt* ovat sopimuksen nojalla tai muutoin osak-

keenomistajan, ostotarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa yhteistyössä toimivia luonnollisia henkilöitä tai oikeushenkilöitä, joiden tarkoituksena on käyttää tai hankkia merkittävää vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä tai estää julkisen ostotarjouksen toteutuminen. Tällaisessa tilanteessa, jossa äänivalta yhtiössä keskittyy tai muuttuu, tulee muille osakkeenomistajille antaa mahdollisuus pohtia, haluavatko he jatkaa yhtiön osakkeenomistajina vai luopua arvopapereistaan. (Häyrynen & Kajala 2013, 291-292, 351; L 14.12.2012/746, 11:5 §.)

Julkisia ostotarjouksia ja tarjousvelvollisuutta säätelee melko yleisluontoinen ostotarjousdirektiivi (2004/25/EY), jota täydentää yksityiskohtaisempi kansallinen lainsäädäntö. Säännöksiä sovelletaan pääsääntöisesti kaikkiin Suomessa säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden tai niihin oikeuttavien arvopapereiden tarjouksiin. Säännöksiä ei siten sovelleta tarjouksiin, joiden kohdeyhtiö ei ole suomalainen eikä kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla Suomessa. Näiden lisäksi Arvopaperimarkkinayhdistys antoi 1.1.2014 julkisten ostotarjousten sääntelyä täydentävän suosituksen, ostotarjouskoodin. (Häyrynen & Kajala 2013, 292-295; L 14.12.2012/746, 11:1 §; Ostotarjouskoodi 2014, 4.)

### **3.3.1 Yleiset periaatteet**

Arvopaperimarkkinoita koskevien yleissäännösten ohella julkisissa ostotarjouksissa on noudatettava kahta yleistä periaatetta: tasapuolista kohtelua ja ostotarjouksen tekijän velvollisuutta edistää julkisen ostotarjouksen toteutumista. Tasapuolisen kohtelun vaatimus perustuu ostotarjousdirektiiviin, joka edellyttää, että kaikkia saman lajisten arvopapereiden haltijoita on kohdeltava tasapuolisesti. Velvollisuus edistää julkisen ostotarjouksen toteutumista pohjautuu puolestaan Keskuskauppakamarin yrityskauppautakunnan lausuntoon (YKL 03/2009 M), jossa velvollisuutta perusteltiin ostotarjouksen vaikutuksella tarjouksen vaikutuspiirissä olevien arvopapereiden kurssiin. (Häyrynen & Kajala 2013, 307-308; L 14.12.2012/746, 11:7-8 §; YKL 03/2009 M, 2.)

Tasapuolisella kohtelulla tarkoitetaan, että julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan. Tarjous tulee siten kohdistaa tasapuolisesti kaikille arvopapereiden haltijoille eikä tarjousta voi siten rajata koskemaan esimerkiksi vain suomalaisia osakkeenomistajia. Tarjouksessa ketään arvopaperin haltijaa ei saa myöskään syrjiä esimerkiksi hinnan tai maksuehtojen suhteen, vaan ehtojen on oltava samat riippumatta vastapuolen henkilöllisyydestä tai omistamiensa arvopapereiden lukumäärästä. (HE 6/2006, 6; Häyrynen & Kajala 2013, 307-308; L 14.12.2012/746, 11:7 §.)

Velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista on sijoittajansuojaa vahvistava periaate, jolla turvataan julkistettavien ostotarjousten todellisuus ja tarjouksen tekijän perusteeton vetäytyminen. Periaate edellyttää, ettei julkisen ostotarjouksen tekijä saa toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa tarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista. Käytännössä tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että tarjouksen tekijän on toimittava ripeästi viranomaislupien hakemisessa ja yhtiökokouksen koolle kutumisessa. Velvollisuus johtaa siihen, että ostotarjouksen tekijä tai tämän kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö ei saa ostotarjouksen julkistamisen jälkeen tai ennen tuloksen julkistusta luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai niihin oikeuttavia arvopapereita taikka ryhtyä tarjouksen toteutumista heikentävään toimenpiteeseen. (HE 32/2012, 139; Häyrynen & Kajala 2013, 314; L 14.12.2012/746, 11:8 §; YKL 03/2009 M, 2.)

### **3.3.2 Ostotarjouksen julkistaminen**

Julkista ostotarjousta koskeva tieto on usein omiaan vaikuttamaan kohdeyhtiön arvopaperin arvoon tai liiketoiminnan harjoittamiseen. Markkinoiden luotettavuuden kannalta on tärkeää, että tarjouksen tekijä julkistaa tarjoukseen vaikuttavat seikat oikea-aikaisesti ja tarpeeksi laajasti. Päätös julkisesta ostotarjouksesta velvoitetaan julkistamaan välittömästi ja antamaan kohdeyhtiölle tiedoksi, jotta sijoittajat saavat tiedon ostotarjouksesta samanaikaisesti. Julkistamisvelvollisuus kohdistuu siten päätökseen julkisesta ostotarjouksesta, jolloin julkistamisvelvollisuutta valmisteilla olevasta ostotarjouksesta tulkitaan puolestaan jatkuvan tiedon-

antovelvollisuuden näkökulmasta. Ostotarjouskoodin (2014, 38-39) mukaan myös valmisteilla olevasta ostotarjouksesta voi siitä huolimatta olla tarpeellista tiedottaa esimerkiksi ostotarjoushanketta koskevien tietovuotojen takia. Tarjousvelvollisten osalta tieto tarjousvelvollisuuden syntymisestä on julkistettava välittömästi ja ostotarjous on julkistettava kuukauden kuluessa velvollisuuden syntymisestä. (Häyrynen & Kajala 2013, 317-318; L 14.12.2012/746, 11:9 §, 11:22 §.)

Ennen ostotarjouksen julkistamista, tulee tarjouksen tekijän varmistua siitä, että se pystyy täysimääräisesti suorittamaan mahdollisen rahavastikkeen. Tarjouksen tekijällä tulee siten olla käytettävissään riittävät käteisvarat tai sen tulee ennen tarjouksen julkistamista olla ryhtynyt tarvittaviin rahoitusjärjestelyihin. Ennen ostotarjouksen voimaantuloa tarjouksen tekijän on julkistettava tarjousasiakirja, joka on julkisen ostotarjouksen keskeisin tietolähde. Tarjousasiakirja on annettava maksutta yleisön saataville ja pidettävä yleisön saatavilla tarjouksen voimassaoloajan sekä toimitettava kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla. Annettavat tiedot on esitettävä pykäläkohtaisina kokonaisuuksina siten, että ne muodostavat yhtenäisen asiakirjan. Tarjousasiakirjassa on kerrottava ostotarjouksen tekijöiden nimet ja tehtävät, tiedot ostotarjouksesta, sen hinnoitteluperusteista ja ehdoista, kohdeyhtiöstä sekä ostotarjouksen tekijästä. Fivan hyväksynnän jälkeen asiakirja on kelpoinen julkistettavaksi. (Häyrynen & Kajala 2013, 322-328; L 14.12.2012/746, 11:9-11 §; VMA 20.12.20120/1022, 1:2-4 §, 3:7-11 §.)

Ostotarjouksen julkistamisen yhteydessä ostotarjousdirektiivi velvoittaa antamaan riittävät tiedot, jotta markkinaosapuolet pystyvät arvioimaan ostotarjouksen toteutumisen todennäköisyyttä ja tarjouksen vaikutusta kohdeyhtiöön. Julkistamisessa tulee mainita tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä, tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike sekä muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset ehdot. Tarjouksen kohdistuessa vain osaan kohdeyhtiön arvopaperien haltijoiden arvopapereista, tulee julkistamisessa käydä ilmi menettelytapa silloin, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopape-

reita. Julkistamisesta on käytävä lisäksi ilmi, onko ostotarjouksen tekijä sitoutunut noudattamaan julkisissa ostotarjouksissa noudatettava menettelytapojen suosituksia. Mikäli tarjouksen tekijä ei ole sitoutunut, tulee tämän esittää siihen perustelu. (Häyrynen & Kajala 2013, 317, 319-321; L 14.12.2012/746, 11:9 §.)

Ostotarjousdirektiivin yleisluontoisia vaatimuksia täydentävän ostotarjouskoodin mukaan tarjouksen tekijän on tiedotteessaan julkistettava tarjouksen ja sen edullisuuden arvioinnin kannalta olennaiset seikat. Niitä ovat muun muassa tieto tarjouksen tekijästä, omistamista tai hallinnoimista tarjouksen kohteena olevista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista sekä osuudesta kohdeyhtiön osakepääomasta ja äänimäärästä. Tarjouksen tulee antaa tieto muun muassa sen kohteena olevista arvopapereista, keskeisistä ehdoista ja tarvittavasta rahoituksesta. (Häyrynen & Kajala 2013, 319; Ostotarjouskoodi 2014, 38.)

Ostotarjouksen julkistamisessa on noudatettava menettelyjä säänneltyjen tietojen julkistamisesta ja saatavilla pidosta. Ostotarjous tulee julkistaa nopeaa ja tasapuolista tiedonsaantia turvaten, ja tiedot tulee toimittaa keskeisille tiedotusvälineille, tiedotevarastoon, Fivalle ja asianomaiselle säänneltyyn markkinan ylläpitäjälle sekä asettaa saataville tiedon julkistajan internetsivuille. (Häyrynen & Kajala 2013, 326; L 14.12.2012/746, 10:3 §.) Ostotarjousta julkistettaessa Fivalla on oikeus asettaa määräaika ostotarjouksen julkistamiseksi sille henkilölle, joka on ottanut yhteyttä kohdeyhtiöön tai sen osakkeenomistajiin tai julkisesti tehnyt ilmoituksen tarkoituksestaan tehdä ostotarjous. Tällä turvataan kohdeyhtiön johdon mahdollisuudet toimia aggressiivisissa ostotarjoustilanteissa. Kun ostotarjous on julkistettu, se tulee antaa tiedoksi kohdeyhtiön edustajan lisäksi joko tarjouksen tehneen yrityksen henkilöstön edustajalle tai henkilöstölle. Tällä taataan työntekijöiden mahdollisuus esittää näkemyksensä tarjouksen oletettavista vaikutuksista työllisyyteen. (Häyrynen & Kajala 2013, 323; L 14.12.2012/746, 11:9 §.)

Ostotarjouksen on oltava voimassa vähintään kolme ja enintään kymmenen viikkoa. Koska ostotarjouksen velvoitetaan olemaan voimassa vähintään kolme viikkoa, ei sitä ennen saa tehdä arvopapereiden omistus- tai äänioikeuden siirtäviä oi-



keustoimia eli tarjouksen toteutuskauppoja. (Häyrynen & Kajala 2013, 333-334; L 14.12.2012/746, 11:12 §.) Kun ostotarjouksen voimassaolo on päättynyt, tekijän on julkistettava ostotarjouksen tulos viipymättä. Tuloksen julkistamisessa on ilmoitettava se omistus- ja ääniosuus kohdeyhtiössä, joka tarjouksen tekijän on mahdollista saavuttaa hankkimalla ostotarjouksen hyväksynnän kattamat arvopaperit. (Häyrynen & Kajala 2013, 350; L 14.12.2012/746, 11:18 §.)

### **3.4 Markkinoiden väärinkäyttö**

Arvopaperimarkkinoiden yleistä luottamusta ja sitä kautta markkinoiden tehokasta toimivuutta vähentävä tekijä on markkinoiden väärinkäyttö. *Markkinoiden väärinkäytöllä* tarkoitetaan laitonta toimintaa rahoitusmarkkinoilla, sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista ja markkinoiden manipulointia. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset perustuvat suoraan sovellettavaan MAR:iin ja sitä täydentäviin asetuksiin. MAR:n voimaantulon yhteydessä kumottiin suuri osa markkinoiden väärinkäyttöä koskevasta kansallisesta lainsäädännöstä, sillä MAR:lla pyrittiin luomaan yhdenmukainen ja vahvempi sääntelykehys, joka edistäisi markkinoiden väärinkäyttöä koskevan EU-sääntelyn yhdenmukaista tulkintaa. (HE 65/2016, 39; (EU) N:o 596/2014, 1-2.)

Markkinoiden väärinkäyttöä koskevia säännöksiä sovelletaan kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä oleviin rahoitusvälineisiin sekä rahoitusvälineisiin, joiden hinta määräytyy edellä mainittujen rahoitusvälineiden hinnan perusteella. ((EU) N:o 596/2014, 1:2 §.) Seuraavissa alakappaleissa käsitellään markkinoiden väärinkäyttöön liittyviä kieltoja koskien sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista ja markkinoiden manipulointia sekä velvollisuuksia laatia sisäpiiriluettelo ja tehdä ilmoitus johdon liiketoimista.

#### **3.4.1 Sisäpiirikauppa ja sisäpiiritiedon laiton ilmaiseminen**

*Sisäpiirikauppa* käsittää kolme eri tilannetta, joista jokaiseen liittyy sisäpiiritiedon käyttö. Ensimmäisessä tilanteessa on kyse sisäpiirikaupasta, kun henkilö käyttää

hyväksi hallussaan olevaa sisäpiiritietoa hankkien tai luovuttaen omaan tai kolmannen osapuolen lukuun joko suoraan tai välillisesti sisäpiiritietoon liittyviä rahoitusvälineitä. Toiseksi sisäpiirikauppa on kyseessä silloin, kun sisäpiiritietoa käyttämällä peruutetaan tai muutetaan sisäpiiritietoon liittyvää rahoitusvälinettä koskeva toimeksianto silloin, kun toimeksianto on annettu ennen kuin asianomaisella henkilöllä oli hallussaan kyseinen sisäpiiritieto. Kolmantena sisäpiirikaupaksi katsotaan tilanne, jossa henkilö sisäpiiritiedon perusteella suosittelee tai houkuttelee toista henkilöä joko hankkimaan tai luovuttamaan sisäpiiritietoon liittyviä rahoitusvälineitä tai peruuttamaan tai muuttamaan niitä koskevan toimeksiannon. Viimeksi mainittu tilanne lasketaan sisäpiirikaupaksi kuitenkin vain silloin, jos suositteleva tai houkutteleva henkilö tietää tai hänen pitäisi tietää toimintansa perustuvan sisäpiiritietoon. Sisäpiirikaupan olennaisena piirteenä on siten se, että sisäpiiritieto antaa perusteetonta etua niiden kolmansien osapuolten vahingoksi, joilla ei ole hallussaan kyseistä tietoa. *Sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen* on puolestaan tilanne, jossa sisäpiiritietoa hallussaan pitävä henkilö ilmaisee kyseisen tiedon toiselle henkilölle. Sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista on lisäksi suositeltu tai houkuttelu, jos suosittelija tai houkuttelija tietää tai hänen pitäisi tietää sen perustuneen sisäpiiritietoon. Sisäpiiritiedon ilmaisemista ei kuitenkaan pidetä laittona, jos se on ilmaistu osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Sellaisessa tilanteessa on kuitenkin perusteltava, että tieto on ilmaistu lainmukaisesti. ((EU) N:o 596/2014, 5, 7, 8:1-3 §; 10:1-2 §.)

Sekä sisäpiirikauppoja että sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista koskee kielto, joka määrää, että henkilö ei saa tehdä tai yrittää tehdä itse, suositella tai houkuttella toista henkilöä tekemään sisäpiirikauppoja eikä ilmaista sisäpiiritietoa laittomasti. Kieltojen tavoitteena on sijoittajien yhdenvertainen kohtelu ja suojaaminen sisäpiiritiedon perusteettomalta käytöltä. Säännökset velvoittavat pääsääntöisesti kaikkia, joilla sisäpiiritiedon hallussapito johtuu liikkeeseenlaskijan hallinto-, johdoto- tai valvontaelimen jäsenenä olemisesta, omistussuudesta liikkeeseenlaskijan pääomaan, pääsystä kyseiseen tietoon työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen johdosta tai rikollisen toiminnan harjoittamisesta. Ne koskevat oikeushenkilöiden

lisäksi niitä luonnollisia henkilöitä, jotka osallistuvat sisäpiirikaupan päätöksentekoon oikeushenkilön lukuun. Oikeushenkilön ei kuitenkaan katsota käyttäneen sisäpiiritietoa esimerkiksi sellaisessa tilanteessa, jossa tällä on käytössään riittävät ja tehokkaat toimintatavat varmistaakseen, ettei oikeushenkilön puolesta rahoitusvälineen hankinta- tai luovutus päätöksen tehneellä luonnollisella henkilöllä ole voinut ollut hallussaan sisäpiiritietoa. ((EU) N:o 596/2014, 5, 8:4-5 §, 9:1 §, 14 §.)

### **3.4.2 Markkinoiden manipulointi**

Markkinoiden manipulointi käsittää neljä eri menettelyä. Ensimmäinen menettely käsittää toiminnan, jossa liiketoimeen ryhtyminen, toimeksianto tai muu toiminta joko antaa vääriä tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen kysynnästä tai hinnasta tai varmistaa, että rahoitusvälineen hinta asettuu epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle. Kuitenkaan sellainen toiminta, joka voidaan osoittaa olevan toteutettu oikeutetuista perusteista, ei ole markkinoiden manipulointi. Toiseksi markkinoiden manipulointi on tilanne, jossa vilpillistä menettelyä ja järjestelyä käyttämällä liiketoimeen ryhtyminen, toimeksianto tai muu toiminta vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan. Kolmantena markkinoiden manipulointi on toimintaa, jossa tiedon levittäminen esimerkiksi tiedotusvälineissä tai internetissä antaa vääriä tai harhaanjohtavia merkkejä rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta tai varmistaa sen hinnan asettumisen epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle. Viimeisenä markkinoiden manipuloinniksi katsotaan tilanne, jossa viitearvoon liittyviä vääriä tai harhaanjohtavia tietoja antamalla manipuloidaan viitearvon laskentaa. ((EU) N:o 596/2014, 12:1 §.)

Markkinoiden manipulointiä koskee kielto, joka edellyttää, että henkilö ei saa manipuloida tai yrittää manipuloida markkinoita. Markkinoiden manipuloinnin yritys voi olla tilanne, jossa toiminta on aloitettu, mutta sitä ei ole saatu päätökseen esimerkiksi teknisen ongelman vuoksi. Kielto kattaa myös henkilöt, jotka tekevät yhteistyötä markkinoiden väärinkäyttötarkoituksessa, kuten välittäjät, jotka laativat tai suosittelevat väärinkäyttöön suunniteltuja kaupankäyntistrategioita tai ke-

hittävät kaupankävijän kanssa tietokoneohjelmia, joiden tarkoituksena on helpottaa väärinkäyttöä. ((EU) N:o 596/2014, 8, 15 §.)

### **3.4.3 Sisäpiiriluettelot**

Sisäpiiriluettelo toimii tärkeänä työvälineenä tutkittaessa markkinoiden mahdollisia väärinkäytöksiä. Sisäpiiriluettelo sisältääkin kaikki ne henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon ja jotka työskentelevät tai muuten suorittavat tehtäviä tahoille, joiden kautta kyseisillä henkilöillä on pääsy sisäpiiritietoon. Tällaisia henkilöitä ovat esimerkiksi neuvonantajat, kirjanpitäjät tai luottoluokituslaitokset. Liikkeeseenlaskijan tai sen puolesta tai lukuun toimivan henkilön tulee laatia sisäpiiriluettelo, joka on saatettava viipymättä ajan tasalle ja toimitettava Fivalle mahdollisimman pian sen pyynnöstä. (Finanssivalvonta 2017 f; (EU) N:o 596/2014, 11, 18:1 §.)

Sisäpiiriluettelon tulee sisältää ainakin luetteloitujen henkilöiden henkilöllisyys, syy henkilön luettelointiin, päivämäärä ja kellonaika, jolloin henkilö on saanut pääsyn sisäpiiritietoon sekä päivämäärä, jolloin sisäpiiriluettelo laadittiin. Sisäpiiriluettelo tulee laatia sähköisessä muodossa ja saattaa ajan tasalle, mikäli sinne luetteloitujen henkilöiden osalta tapahtuu muutoksia. Sisäpiiriluettelo tulee säilyttää vähintään viisi vuotta siitä, kun luettelo on laadittu tai se on saatettu ajan tasalle. ((EU) 2016/347, 2:1 §; (EU) N:o 596/2014, 18:3-5 §.)

### **3.4.4 Johdon liiketoimien ilmoitusvelvollisuus**

Johdon liiketoimiksi lasketaan liikkeeseenlaskijoiden osalta kaikki liiketoimet, jotka liittyvät heidän omaan lukuunsa tehtyihin liikkeeseenlaskijan osakkeisiin tai vieraan pääoman ehtoihin välineisiin, niihin liittyviin johdannaisiin tai muihin rahoitusvälineisiin. Kyseisiä liiketoimia ovat muun muassa hankinta, luovutus, lyhyeksimynti, merkintä ja vaihto. Johtotehtävissä toimivien sekä heidän lähipiiriinsä kuuluvien henkilöiden tulee ilmoittaa näistä liiketoimista liikkeeseenlaskijalle sekä Fivalle viipymättä, mutta viimeistään kolme työpäivää liiketoimen toteuttamisen jälkeen. Lähipiiriin kuuluva henkilö on muun muassa puoliso, kumppani tai huollettavana oleva lapsi. Ilmoitusvelvollisuus kohdistuu kaikkiin liike-

toimiin, kun 5 000 euron kokonaismäärä on saavutettu kalenterivuoden aikana. (Finanssivalvonta 2017 g; (EU) 2016/522, 10:2 §; (EU) N:o 596/2014, 3:1 §, 19:1-2 §, 19:8 §.)

Johdon liiketoimia koskeva ilmoitus tulee myös julkistaa viipymättä, mutta viimeistään kolmen työpäivän kuluttua liiketoimesta joko pörssitiedotteella tai vastaavalla tavalla. Ilmoituksessa on ainakin oltava muun muassa henkilön nimi, ilmoituksen syy, asianomaisen liikkeeseenlaskijan nimi, rahoitusvälineen kuvaus ja tunniste sekä liiketoimen päivämäärä ja paikka. Julkistettavat tiedot tulee lisäksi toimittaa Helsingin pörssin ylläpitämään tiedotevarastoon ja pitää ne saatavilla liikkeeseenlaskijan internetsivuilla viiden vuoden ajan. (Finanssivalvonta 2017 g; (EU) N:o 596/2014, 19:3 §, 19:6 §.)

## 4 SEURAAMUKSET ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTÖSTÄ

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttösääntelyn tarkoituksena on varmistaa markkinoiden toimivuus ja sijoittajien luottamus markkinoihin. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöstä annettavat seuraamukset jaetaan pääsääntöisesti kahteen eri seuraamusjärjestelmään: hallinnolliseen seuraamusmenettelyyn ja rikosprosessiin. (Parkkonen & Knuts 2014, 317; (EU) N:o 596/2014, 1-2.) Tämä luku käsittelee arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöistä annettavia seuraamuksia ja se on jaettu kahteen kappaleeseen. Ensimmäisessä kappaleessa tarkastellaan hallinnollisia seuraamuksia ja toisessa kappaleessa puolestaan rikosseuraamuksia.

### 4.1 Hallinnolliset seuraamukset

*Hallinnollista seuraamusmenettelyä* käytetään niissä väärinkäytöksissä, jotka eivät ole markkinoiden luottamuksen näkökulmasta hyväksyttäviä, mutta rikosprosessin käyttö ei silti ole tarkoituksenmukainen. Niin ikään vähäisten, mutta markkinoiden luottamusta heikentävien väärinkäytösten seuraamusjärjestelmällä taataan, että säännökset ja niiden suojatavoitteet eivät menetä merkitystään. Vähäistenkin väärinkäytösten hyväksymisen vaarana olisi, että kyseisistä menettelytavoista muodostuisi yleinen käytäntö, joka aiheuttaisi vahinkoa sekä markkinoille että siellä toimiville osapuolille antaen kilpailuetua niille toimijoille, jotka olisivat valmiita rikkomaan säännöksiä. (Häyrynen 2009, 25-26; Parkkonen & Knuts 2014, 52.)

Hallinnollisten seuraamusten ominaispiirteitä verrattuna rikosprosessiin ovat niiden matalampi näyttökynnys, menettelyn nopeus ja kustannustehokkuus sekä säännösten joustavuus. Vaikka hallinnollisia seuraamuksia annettaessa ei vaaditaakaan täyttä rikosoikeudellista näyttöä vaan lähtökohtaisesti todennäköisyysnäyttöä pidetään riittävänä, edellyttää seuraamuksen antaminen silti riittävän selkeää ja vakuuttavaa näyttöä. Hallinnollinen nopea ja kustannustehokas menettely on samalla myös yksinkertaistettu prosessi eikä siten kykene takaamaan yhtä tehokasta

menettelyllistä oikeusturvaa kuin rikosprosessi. Seuraamusmenettelyssä punnitaan silti väärinkäytösten ehkäisyn edellyttämää tehokkuusvaatimusta ja väärinkäytöksistä epäiltyjen oikeusturvaa. Hallinnolliset seuraamussäännökset voidaan laatia joustaviksi, jolloin pystytään turvaamaan paremmin tavoitteiden ja periaatteiden toteutumista. (Häyrynen 2009, 26-27.)

Suomessa markkinoiden väärinkäytön arviointia suorittaa Fiva, jolla on valtuudet määrätä hallinnollisia seuraamuksia valvottaville ja rahoitusmarkkinatoimijoille markkinoita koskevien säännösten rikkomisesta. Käytössä olevia hallinnollisia seuraamuksia ovat rikemaksu, julkinen varoitus ja seuraamusmaksu, joita käsitellään seuraavissa alakappaleissa. (HE 32/2012, 46, Häyrynen 2009, 28-29.)

#### **4.1.1 Rikemaksu**

Rikemaksu eroaa muista hallinnollisista seuraamuksista siten, että se kohdistuu vähäisempiin ja tarkasti yksilöityihin rikkeisiin. Edellytyksenä rikemaksun antamiselle on, että asia ei kokonaisuutena arvioiden edellytä ankarampia toimenpiteitä. Rikemaksu toimii niin sanottuna automaattisena seuraamuksena tilanteissa, jotka vaativat vähemmän rikkomuksen kuvauksen täyttymisen harkintaa, kuten määräaikojen laiminlyönneissä. Tällä tavoin vähäisten rikkeiden seuraamukset voidaan määrätä kustannustehokkaasti, jolloin resursseja säästyy moitittavampien tekojen havaitsemiseen ja tutkimiseen. (HE 32/2012, 85; L 19.12.2008/878, 4:38 §.)

Fivalla on oikeus antaa rikemaksu tahallaan tai huolimattomuudesta johtuvasta laiminlyönnistä tai rikkomuksesta, joka kohdistuu sille annettavan markkinointiaineiston toimittamiseen, muuhun tiedonanto- ja erityisiin velvollisuuksiin, liputusilmoitukseen ja sen julkistamisessa käytettävään kieleen sekä säänneltyjen tietojen toimittamiseen ja saatavilla pitoon. Rikemaksun suuruus perustuu kokonaisarviointiin, jossa on otettava huomioon menettelyn laatu, laajuus ja kestoaika. Rikemaksun suuruus on oikeushenkilölle vähintään 5 000 ja enintään 100 000 euroa ja luonnolliselle henkilölle puolestaan vähintään 500 ja enintään 10 000 euroa.

Rikemaksu määrätään maksettavaksi valtiolle. (L 14.12.2012/746, 15:1 §; L 19.12.2008/878, 4:38 §.)

#### **4.1.2 Julkinen varoitus**

Julkinen varoitus on ensisijainen seuraamus kaikkien muiden kuin rike- ja seuraamusmaksun soveltamisalaan kuuluvien säännösten rikkomisesta. Kategorisesti julkista varoitusta ei voida pitää ankarampana seuraamuksena kuin rikemaksua, mutta pääsääntöisesti julkinen varoitus määrätään rangaistukseksi rikkomuksesta, jota pidetään moitittavampana kuin rikemaksua. Sellaiset teot ja laiminlyönnit, jotka eivät täytä rikemaksun tunnusmerkistöä, voivat kuitenkin tulla julkisena varoituksena sanktioitavaksi. (HE 32/2012, 277; Häyrynen & Kajala 2013, 570.)

Fivalla on oikeus antaa julkinen varoitus valvottaville ja muille rahoitusmarkkinoilla toimiville tahallisesta tai huolimattomasta säännösten tai niiden nojalla annettujen määräysten vastaisesta menettelystä. Julkinen varoitus annetaan myös valvottavalle, joka tahallaan tai huolimattomuudesta menettelee toimilupansa ehtojen tai toimintaansa koskevien säännösten vastaisesti. Myös julkisen varoituksen antamisen edellytyksenä on, että asia ei kokonaisuutena arvioiden anna aiheutta ankarampiin toimenpiteisiin. (HE 32/2012, 85; Häyrynen & Kajala 2013, 570-571; L 19.12.2008/878, 4:39 §.)

#### **4.1.3 Seuraamusmaksu**

Seuraamusmaksu on ankarin hallinnollinen seuraamus ja sen alaan kuuluvat erittäin moitittavat teot. Luonnolliselle henkilölle määrätyn seuraamusmaksun edellytyksenä on, että sen kohteena olevaa tekoa tai laiminlyöntiä ei ole säädetty laissa rangaistavaksi. Joissakin tapauksissa Fiva voi määrätä rikosoikeudellisesti rangaistavasta teosta seuraamusmaksun ja jättää asian ilmoittamatta esitutkintaviranomaiselle. Tämä kuitenkin edellyttää, että teko ei täytä törkeän rikoksen tunnusmerkistöä vaan on kokonaisuutena arvioiden vähäinen. Oikeushenkilölle määrätävä seuraamusmaksu voidaan oikeushenkilön lisäksi tai sen sijaan määrätä joh-



toon kuuluvalle henkilölle, jonka velvollisuuksien vastainen on seuraamusmaksun piiriin kuuluva teko tai laiminlyönti. (HE 32/2012, 85; L 19.12.2008/878, 4:40 §.)

Fivalla on oikeus määrätä seuraamusmaksu tahallisuudesta tai huolimattomuudesta johtuneesta laiminlyönnistä tai rikkomisesta koskien totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen antamisen kieltoa ja riittävien tietojen tasapuolista saatavilla pitämistä, esitteen julkaisemisvelvollisuutta, tietojen julkistamista sekä joukko-velkakirjalainan haltijoiden yhdenvertaista kohtelua, julkista ostotarjousta tai tarjousvelvollisuutta ja markkinoiden väärinkäytösten ilmoittamista. Seuraamusmaksun määrä perustuu kokonaisarviointiin, jossa on huomioitava menettelyn laatu, laajuus, kestoaika sekä tekijän taloudellinen asema. Arvioinnissa on lisäksi huomioitava määritettävissä oleva menettelyllä saavutettu hyöty ja sillä aiheutettu vahinko, tekijän yhteistyö Fivan kanssa liittyen asian selvittelyyn, toimenpiteet rikkomisen toistumisen estämiseksi, muut ja aiemmat rahoitusmarkkinoita koskeviin säännöksiin kohdistuneet laiminlyönnit ja rikkomukset sekä menettelyn mahdolliset vaikutukset rahoitusjärjestelmän vakaudelle. (L 14.12.2012/746, 15:2 §; L 19.12.2008/878, 4:40-41 §.)

Oikeushenkilölle määrättävän seuraamusmaksun suuruus saa olla enintään kymmenen prosenttia sen tekoa tai laiminlyöntiä edeltävän vuoden liikevaihdosta. Enimmäismääränä oikeushenkilön seuraamusmaksulle on kuitenkin kymmenen miljoonaa euroa. Luonnolliselle henkilölle määrättävän seuraamusmaksun suuruus saa puolestaan olla enintään kymmenen prosenttia viimeksi toimitetun verotuksen mukaisista tuloistaan, kuitenkin enintään 100 000 euroa. Tilanteissa, joissa rikemaksu tai seuraamusmaksu määrätään samalla kertaa kahdesta tai useammasta rikemaksun, seuraamusmaksun tai julkisen varoituksen piiriin kuuluvista laiminlyönneistä tai rikkomuksista, määrätään yhteinen seuraamusmaksu. Yhteisen seuraamusmaksun suuruus saa olla enintään rikemaksujen tai seuraamusmaksujen yhteenlasketun enimmäismäärän suuruinen. Kuten rikemaksu, myös seuraamusmaksu määrätään maksettavaksi valtiolle. (L 19.12.2008/878, 4:41 §, 4:41 b §.)

## 4.2 Rikosseuraamukset

Rikosoikeudellisten normien ja niitä tehostavien rikossäännöksiin sisätyvien rangaistusuhkien tarkoituksena on suojata yhteiskunnassa tärkeinä pidettyjä arvoja niiden loukkauksilta. Rikossäännökset koostuvat rikoksen nimestä, tunnusmerkistöstä ja rangaistusuhasta eli rangaistussäännöksestä, joista tunnusmerkistö määrittelee rangaistuksen uhalla kielletyn menettelyn. Kielletystä menettelystä annettava rangaistus on viranomaisen määräämä oikeudellinen seuraamus, joka tuomitaan tekijälle seurauksena lain rikkomisesta. Käytettävissä olevia yleisiä rangaistuslajeja ovat rikesakko, sakko, ehdollinen vankeus, yhdyskuntapalvelu, valvontarangaistus ja ehdoton vankeus. (L 19.12.1889/39, 6:1 §; Tapani & Tolvanen 2016, 7-8.)

Rangaistuksen antamisessa tulee noudattaa oikeudenmukaisuusperiaatteen alapeeriaatteina pidettäviä suhteellisuus- ja yhdenvertaisuusperiaatteita. *Suhteellisuusperiaatteen* perussäännös edellyttää, että rangaistuksen mittaus on tapahduttava oikeudenmukaisessa suhteessa rikoksen vahingollisuuteen ja vaarallisuuteen, teon vaikuttamiin sekä rikoksesta ilmenevään muuhun tekijän syyllisyyteen. *Yhdenvertaisuusperiaate* edellyttää huomioimaan kaikki lain mukaan rangaistuksen määrään ja lajiin vaikuttavat perusteet sekä rangaistuskäytännön yhtenäisyyden. Tämä tarkoittaa, että samanlaisia tapauksia on kohdeltava samalla tavalla ja erilaisia tapauksia eri tavalla. Erityisesti talousrikosten osalta samankaltaisuuden arvio on kuitenkin haasteellista, sillä talousrikos ei ole valmis tapahtumainkulku vaan se rakentuu erilaisista elementeistä. (L 19.12.1889/39, 6:3-4 §; Tapani & Tolvanen 2016, 16-20.)

Rikosprosessin käyttöä arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksistä määrättävien seuraamusten täytäntöönpanoon voidaan ultima ratio -periaatteen mukaan pitää oikeutettua vasta silloin, kun se viimeisenä keinona pystyy tosiasiallisesti ja tehokkaasti torjumaan rikollisuutta eikä millään muulla keinolla olisi mahdollista päästä haluttuun tavoitteeseen. Rikosoikeuden merkitys on arvopaperimarkkinoiden tavoitteiden toteuttamiseksi merkittävä, sillä se on ainoa kanava, jolla voidaan

osoittaa tiettyjen moitittavimmiksi katsottujen menettelytapojen paheksuttavuus. (Häyrynen 2009, 25-26; Parkkonen & Knuts 2014, 52.) Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöksiin kohdistuvat rikosseuraamukset perustuvat sisäpiiritiedon väärinkäytön, törkeän sisäpiiritiedon väärinkäytön, sisäpiiritiedon ilmaisemisen, markkinoiden manipuloinnin, törkeän markkinoiden manipuloinnin ja arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen rikossäännöksiin. Tässä luvussa käydään läpi kyseiset rikossäännökset tunnusmerkistöineen ja rangaistussäännöksineen.

#### **4.2.1 Sisäpiiritiedon väärinkäyttö**

Sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellolla ja teon kriminalisoinnilla pyritään suojaamaan luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan toimintaan ja takaamaan sijoittajille tasapuoliset mahdollisuudet tiedon käyttöön. Sisäpiiritiedon väärinkäyttöä pidetäänkin yhtenä merkittävimpänä arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta heikentävänä ilmiönä, mutta se on kuitenkin rikosoikeudellisesti kriminalisoituna tekona suhteellisen tuore, sillä sekä EU-tasoiset että kansalliset säännökset sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellosta astuivat voimaan vasta vuosien 1988–1989 aikana. (Häyrynen 2008, 69; Kujala 2017, 227; Parkkari 2007, 224.)

Sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltoa ei ole rajattu tiettyyn tekijäpiiriin, vaan sisäpiiritiedon väärinkäyttörikokseen voi syyllistyä kuka tahansa. Sisäpiiritiedon väärinkäytöksi on säädetty rahoitusvälineeseen liittyvän sisäpiiritiedon hyväksi käyttäminen joko tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta, joka on jaettu kahden eri tekotapaan. Ensimmäinen tekotapa käsittää rahoitusvälineen luovuttamisen tai hankkimisen omaan tai toisen lukuun tai rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon peruuttamisen tai muuttamisen. Luovuttaminen tai hankkiminen voi tapahtua niin kauppajien välityksellä kuin myös arvopapereiden vaihtona tai osakkeiden merkintänä. Arvopaperin hankinta tai luovutus ei yleensä aiheuta tulkintaongelmia, sillä tiedot kyseisistä toimeksiannoista ovat helposti todennettavissa. Sen sijaan hankinta- tai luovuttamistoimeksiintojen peruutukset tai muutokset sisäpiiritiedon haltuun saamisen jälkeen saattavat muodostua ongelmallisiksi. Vaikintuneesti on kuitenkin katsottu, ettei kriminalisointi voi olla seuraus pelkämästä

passiivisuudesta. (HE 254/1998, 21-22; Kujala 2017, 243-245; L 19.12.1889/39, 51:1 §.)

Toinen tekotapa käsittää toisen neuvomisen joko suoraan tai välillisesti rahoitusvälineen hankinnassa tai luovutuksessa tai rahoitusvälinettä koskevan toimeksianton peruuttamisessa tai muuttamisessa. Myös tilanne, jossa kyseistä neuvoa käytetään hyväksi rahoitusvälineen luovutuksessa tai hankinnassa tai sen toimeksianton peruuttamisessa tai muuttamisessa, luetaan sisäpiiritiedon väärinkäytöksi. Neuvominen käsittää ensinnäkin suoranaisen kehotuksen tai ohjeen antamisen toiselle henkilölle sekä esimerkiksi välillisenä neuvomisena ilmenevän sijoitusviheen antamisen. Rangaistavana tekona pidetään myös tahallisen rikoksen yritystä. Tuomiona rikoksesta voidaan määrätä sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta. (HE 254/1998, 22; Kujala 2017, 243-245; L 19.12.1889/39, 51:1 §.)

#### **4.2.2 Törkeä sisäpiiritiedon väärinkäyttö**

Törkeässä sisäpiiritiedon väärinkäytössä on kyse sisäpiiritiedon väärinkäytöstä, joka on kokonaisuutena arvostellen törkeä ja tahallinen. Kokonaisuutena arvostellen törkeän teon edellytys rajaa ulkopuolelle esimerkiksi teot, joissa tavoitellaan vain vähäistä hyötyä. Tahallisuuden edellytys sulkee vastaavasti rikosnimikkeen ulkopuolelle törkeästä huolimattomuudesta tehdyt sisäpiiritiedon väärinkäytöt. (HE 254/1998, 24, 26; L 19.12.1889/39, 51:2 §.)

Törkeä sisäpiiritiedon väärinkäyttö koostuu kolmesta koventamisperusteesta. Ensimmäisenä koventamisperusteena on erityisen suuren hyödyn tai huomattavan henkilökohtaisen edun tavoittelu. Rikoksella tavoitellun hyödyn suuruutta tulee arvioida sekä euromääräisesti että kurssimuutoksiin suhteutettuna. Koska arvopaperikaupassa liikkuvat usein suuret pääomat, tulee tavoiteltua hyötyä arvioida vastaavansuuruisessa arvopaperikaupassa odotettavissa olevaan hyötyyn eikä esimerkiksi siihen arvorajaan, jonka perusteella varkautta pidetään törkeänä. Henkilökohtainen etu voi puolestaan rinnastua muihin törkeisiin varallisuusrikoksiin. Henkilökohtaisella edulla tarkoitetaan taloudellisen hyödyn lisäksi muitakin

etuja, esimerkiksi liikesuhteen jatkuvuudesta ja tiivistymisestä aiheutuvaa etua. (HE 254/1998, 24; L 19.12.1889/39, 51:2 §.)

Toisena koventamisperusteena on erityisen vastuullisen aseman hyväksikäyttö rikoksen tekemisessä. Vastuullisen aseman hyväksikäyttöä pidetään erityisen paheksuuttavana ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta vakavasti vaarantavana tekijänä, jonka vuoksi kyseinen koventamisperuste on rajattu tiettyjen vastuuasemien väärinkäyttöön. Vastuuasemia ovat arvopaperikeskuksen, selvitysyhteisön, sijoituspalvelun tarjoajan, pörssin tai rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan tai tällaisen yhteisön kanssa samaan konserniin kuuluvan yhteisön palveluksessa, edustajana tai yhteisön antamassa tehtävässä toimiminen. Säännöstä ei tule kuitenkaan suoraviivaisesti soveltaa kaikkiin kyseisissä vastuuasemissa oleviin henkilöihin, jotka ovat syyllistyneet kyseiseen rikokseen, vaan edellytyksenä on aina, että asemaa on käytetty hyväksi rikoksen tekemisessä. (HE 254/1998, 24; L 19.12.1889/39, 51:2 §.)

Viimeisenä koventamisperusteena on toiminta, jossa rikos on tehty erityisen suunnitelmallisesti. Suunnitelmallisuus voi ilmetä laajoina valmisteluina esimerkiksi rahoituksen järjestämisen tai yhteistyökumppaneiden hankkimisen osalta. Rikoksen yrityskin on rangaistava. Tuomiona törkeästä sisäpiiritiedon väärinkäytöstä on vankeutta vähintään neljä kuukautta ja enintään neljä vuotta. (HE 254/1998, 26; L 19.12.1889/39, 51:2 §.)

### **4.2.3 Sisäpiiritiedon ilmaiseminen**

Sisäpiiritiedon laittoman ilmaisemisen kiellolla pyritään ehkäisemään sisäpiiritiedon leviäminen ja sen hyväksikäytön estäminen ennen tiedon julkistamista. Sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen kuului ennen MAR:n voimaantuloa ainoastaan hallinnollisten seuraamussäännösten soveltamisalaan ja se tuli rikosoikeudellisesti kriminalisoitavaksi teoksi vuonna 2016. (HE 65/2016, 31; Kujala 2017, 245-246.)

Sisäpiiritiedon ilmaiseminen on toimintaa, jossa oikeudettomasti välitetään, luovutetaan tai ilmaistaan toiselle sisäpiiritieto tai neuvo, joka koskee rahoitusväli-

neen hankintaa tai luovutusta taikka sitä koskevaa toimeksiannon peruuttamista tai muuttamista. Kriminalisoitavana toimintana ei kuitenkaan pidetä sellaisia tilanteita, joissa tiedon ilmaiseminen on perusteltua henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen kannalta. Hankalia rajanvetotapauksia saattaa syntyä sisäpiiritiedon ilmaisemisen ja sisäpiiritiedon väärinkäytön piiriin kuuluvan neuvomisen välillä. Tuomiona sisäpiiritiedon ilmaisemisesta on sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta. (Kujala 2017, 246; L 19.12.1889/39, 51:1-2a §.)

#### **4.2.4 Markkinoiden manipulointi**

Markkinoiden manipuloinnissa on kyse toiminnasta, jolla vaikutetaan rahoitusvälineen tai siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tarjontaan, kysyntään tai hintaan. *Spot-sopimuksessa* on kyse välittömästä kaupankäynnistä, jonka kohteen hinta määräytyy sen hetkisen hinnan mukaan. Manipulointi voi tapahtua joko antamalla toimeksiannon, ryhtymällä liiketoimeen tai muuhun näihin rinnastettavaan toimintaan taikka tarkoituksena hankkia itselle tai toiselle taloudellista hyötyä levittäen tiedotusvälineissä tai muutoin tietoa rahoitusvälineestä tai spot-sopimuksesta. Markkinoiden manipulointia koskevan sääntelyn pyritään varmistamaan, että manipulointiyrityksistä seuraa vastuuvollisuus. (Capital Com SV Investments Ltd 2018; HE 65/2016, 11; L 19.12.1889/39, 51:3 §; (EU) N:o 596/2014, 2.)

Toimeksiannon antaminen, liiketoimeen ryhtyminen tai muu niihin rinnastettavan toiminnan kriminalisointi jaetaan kolmeen toimintatapaan. Ensimmäisessä rangaistavaksi luetaan toiminta, joka antaa väärän tai harhaanjohtavan käsityksen rahoitusvälineen tai spot-sopimuksen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta. Toisena rangaistavaksi luetaan toiminta, joka varmistaa, että rahoitusvälineen ja spot-sopimuksen hinta asettuu epänormaalille tai keinotekoiselle tasolle. Viimeisenä rangaistavana pidetään toimintaa, jossa käytetään keinotekoista tai muuta vilpillistä menettelyä tai järjestelyä, joka vaikuttaa rahoitusvälineen tai spot-sopimuksen hintaan. (L 19.12.1889/39, 51:3 §.)

Tiedotusvälineissä tai muutoin levitetty tieto on kriminalisoitavaa, mikäli sillä hankitaan itselle tai toiselle taloudellista hyötyä. Lisäksi tieto antaa väärän tai harhaanjohtavan käsityksen rahoitusvälineen tai spot-sopimuksen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta tai varmistaa, että hinnat asettuvat epänormaalille tai keinotekoiselle tasolle. Markkinoiden manipulointia on myös viitearvon laskennan manipulointi, jossa annetaan väärä tai harhaanjohtava tieto tai muu merkitykseltään tähän rinnastuva toiminta. Markkinoiden manipuloinnin yrityskin on rangaistavaa. Manipulointiyritykseksi luetaan esimerkiksi tilanne, jossa toiminta on aloitettu, mutta sitä ei ole viety päätökseen esimerkiksi teknisten ongelmien vuoksi. Tuomiona markkinoiden manipuloinnista on sakkoa tai vankeutta enintään kaksi vuotta. (HE 65/2016, 11; L 19.12.1889/39, 51:3 §; (EU) N:o 596/2014, 8.)

#### **4.2.5 Törkeä markkinoiden manipulointi**

Markkinoiden manipulointi luokitellaan törkeäksi, jos teolla aiheutetaan laajamittaista taloudellista vahinkoa tai se on omiaan huomattavasti heikentämään luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Tällaisen teon edellytetään olevan myös kokonaisuutena arvostellen törkeä. Markkinoiden manipuloinnin merkittävimmät haitat kohdistuvat markkinatoimijoiden vahinkoihin ja markkinoiden luottamuksen heikkenemiseen, jonka vuoksi teolla tavoiteltavaa hyötyä ei pidetä moitittavuuden kannalta keskeisenä tekijä. (HE 254/1998, 29; L 19.12.1889/39, 51:4 §.)

Teon ensimmäisellä koventamisperusteella, laajamittaisen taloudellisen vahingon aiheuttamisella, pyritään ehkäisemään, että sijoittajat eivät kokisi taloudellisia menetyksiä ja sitä kautta menettäisi kiinnostustaan markkinoiden sijoitustoimintaan. Taloudellinen vahinko tarkoittaa nimenomaan manipulaatiosta välittömästi johtuvaa tappiota. Laajamittaisuudella korostetaan sitä, että tappion ei tarvitse olla yksittäisen arvopaperinomistajan kohdalla riittävä, vaan vahinko voi kohdistua arvopaperinomistajiin joukkona. Toinen koventamisperuste liittyy arvopaperimarkkinoiden toimintaan kohdistuvan luottamuksen säilyttämiseen. Sellaista markkinoiden manipulointia, joka on omiaan huomattavasti heikentämään luotta-

musta arvopaperimarkkinoiden toimintaan, tulee arvostella erityisen ankaran as- teikon mukaan. Edellytyksenä ei ole, että rikos olisi todellisuudessa heikentänyt luottamusta, vaan teolla tulisi yleensäkin olla luottamusta heikentävä vaikutus. Koska luottamusta markkinoiden toimintaan on vaikea mitata, tulee teon vaikutus- ta arvioida sijoittajien halukkuuteen jatkaa sijoitustoimintaa sekä siihen, kuinka suuria tappioita rikos on aiheuttanut. Törkeän markkinoiden manipuloinnin yri- tyskin on rangaistava. Tuomiona rikoksesta on vankeutta vähintään neljä kuukaut- ta ja enintään neljä vuotta. (HE 254/1998, 29-30; L 19.12.1889/39, 51:4 §.)

#### **4.2.6 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos**

Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos käsittää kolme arvopaperimark- kinoilla tapahtuvaa tiedottamiseen liittyvää lainvastaista menettelyä. Ensimmäi- nen menettely liittyy elinkeinotoiminnassa tapahtuvaan rahoitusvälineen markki- nointiin tai vaihdantaan, toinen arvopaperia koskevan tiedon antamiseen ja kolmas sisäpiiritiedon julkistamiseen. Rangaistavaa on sekä tahallaan että törkeästä huo- limattomuudesta tehty tiedottamisrikos. (HE 254/1998, 30; L 19.12.1889/39, 51:5 §.)

Ensimmäinen menettely kohdistuu elinkeinotoiminnassa tapahtuvan rahoitusväli- neen markkinoinnin tai vaihdannan yhteydessä annettuihin totuudenvastaisiin tai harhaanjohtaviin tietoihin, jotka liittyvät rahoitusvälineeseen. Menettelyllä halu- taan kieltää totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antaminen nimen- omaisesti elinkeinotoiminnan markkinoinnissa tai vaihdannassa. Toinen menettely käsittää toiminnan, jossa asianmukaisesti jätetään antamatta sellainen arvopaperiin liittyvä tieto, joka AML:ssa velvoitetaan antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tiedottamisrikoksen alaista toimintaa on lisäksi arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen tiedonantovelvollisuutta täyttäessä. Kolmas menettely koskee toimintaa, jossa jä- tetään asianmukaisesti julkistamatta liikkeeseenlaskijaa koskeva sisäpiiritieto, jonka MAR velvoittaa julkistamaan. Tiedottamisrikoksen alaista toimintaa on myös olennaisen rahoitusvälineeseen liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohta-



van tiedon julkistaminen julkistamisvelvollisuutta täyttäessä. Arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisesta tuomitaan vähintään sakkoon ja enintään kahdeksi vuodeksi vankeuteen. (HE 32/2012, 285; L 19.12.1889/39, 51:5 §.)

## 5 TUTKIMUSTULOKSET

Tässä luvussa käsitellään tutkimustuloksia, jotka on jaettu kahteen kappaleeseen tutkimusongelmien mukaan. Ensimmäinen kappale käsittelee Fivan antamia hallinnollisia seuraamuksia ja toinen kappale rikosseuraamuksia. Rikosseuraamuksia käsittelevä kappale koostuu oikeusrekisterikeskuksen tilastoista, Fivan valvontatapauksista sekä KKO:n ennakkopäätöksestä.

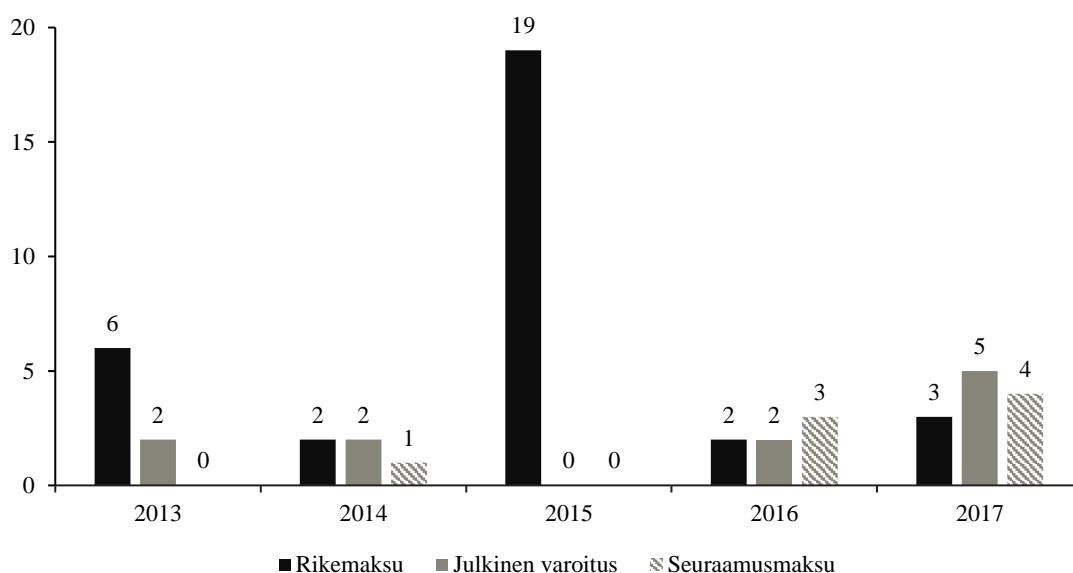
### 5.1 Hallinnolliset seuraamukset vuosina 2013–2017

Fivan antamat hallinnolliset seuraamukset vuosien 2013–2017 aikana nähdään Kuviosta 2. Vuosittain tarkasteltuna hallinnollisten seuraamusten määrät vaihtelevat, sillä esimerkiksi vuonna 2014 seuraamuksia annettiin yhteensä 5 kappaletta kun puolestaan vuonna 2015 annettiin poikkeuksellisesti 19 rikemaksua. Kyseiset rikemaksut johtuivat pääsääntöisesti säännöllisen raportoinnin laiminlyönnistä ja liputusilmoituksen viivästymisestä, joiden yksi aiheuttaja oli todennäköisesti avoimuusdirektiivin muutosdirektiivi, josta seurasi muutoksia säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen ja liputusvelvollisuuteen (Finanssivalvonta 2013, 2). Hallinnollisten seuraamusten määrässä ei siten ole viiden vuoden ajanjaksolla havaittavista tasaista kasvua, mutta niiden voidaan nähdä yleistyneen verratessa vuosiin 2002–2010. Kyseisen kahdeksan vuoden aikana hallinnollisten seuraamusten alaan kuuluvia väärinkäyttöepäilyksiä oli 28 kappaletta kun nyt tutkimuksen viiden vuoden tarkastelujaksolla hallinnollisia seuraamuksia oli annettu jo 51 kappaletta. (HE 32/2012, 48.)

Yleisin hallinnollisin seuraamus tarkastelujaksolla oli rikemaksu, jota annettiin 32 kappaletta, kun vastaavasti julkisia varoituksia annettiin 11 kappaletta ja seuraamusmaksuja 8 kappaletta. Rikemaksun ollessa niin sanotusti lievin hallinnollinen seuraamus, voidaan päätellä, että Suomessa hallinnollisen seuraamusmenettelyn alaan lukeutuvat rikkeet ovat olleet pääsääntöisesti lieviä. Vakavampien rikkeiden voidaan kuitenkin epäillä yleistyvän, sillä Fiva ei ollut vielä vuoteen 2010 men-

nessä määrännyt yhtään seuraamusmaksua, kun nyt tutkimuksen tarkastelujaksona niitä oli määrätty jo 8 kappaletta. (HE 32/2012, 48.)

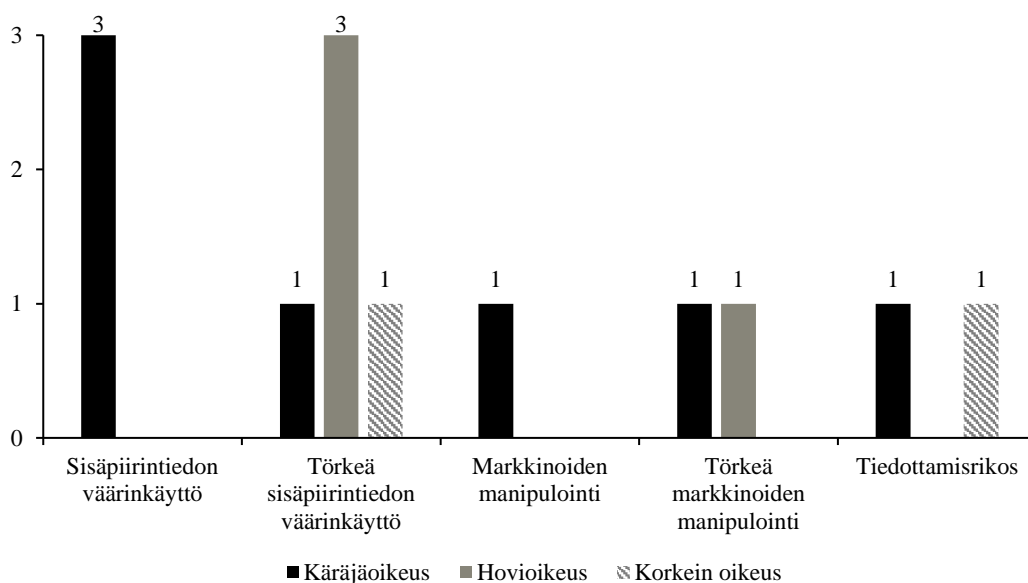
Rikemaksuja annettiin pääsääntöisesti säännöllisen raportoinnin laiminlyömisestä sekä lyhyeksimynti-ilmoitusten, liputusilmoitusten ja sisäpiiri-ilmoitusten laiminlyömisestä ja viivästymisestä (Liite 1). Julkisiin varoituksiin johtaneissa menettelytavoissa ei puolestaan ole näkyvissä rikemaksujen kaltaista yhteyttä, vaan niiden vaihtelevuus on suurempaa. Neljä julkista varoitusta annettiin selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarviointien laiminlyönnistä, joiden lisäksi seuraamukset perustuivat muun muassa riskienhallintaa koskevien säännösten ja määräysten laiminlyöntiin, esitteen julkaisemisvelvollisuuden laiminlyöntiin sekä asiakasvarojen säilyttämistä ja sisäisen valvonnan toimivuuden varmistamisen laiminlyöntiin. (Liite 2.) Seuraamusmaksujen perusteena oli rikemaksusta ja julkisesta varoituksesta poiketen useampi rike. Rikkeet liittyivät muun muassa dokumentointivaatimusten laiminlyöntiin ja eturistiriitatilanteiden tunnistamatta jättämiseen ja ehkäisemiseen sekä arvopaperimarkkinalain vastaisiin menettelyihin. (Liite 3.)



**Kuvio 2.** Finanssivalvonnan antamat hallinnolliset seuraamukset vuosina 2013–2017. (Finanssivalvonta 2018 a.)

## 5.2 Rikosseuraamukset vuosina 2013–2017

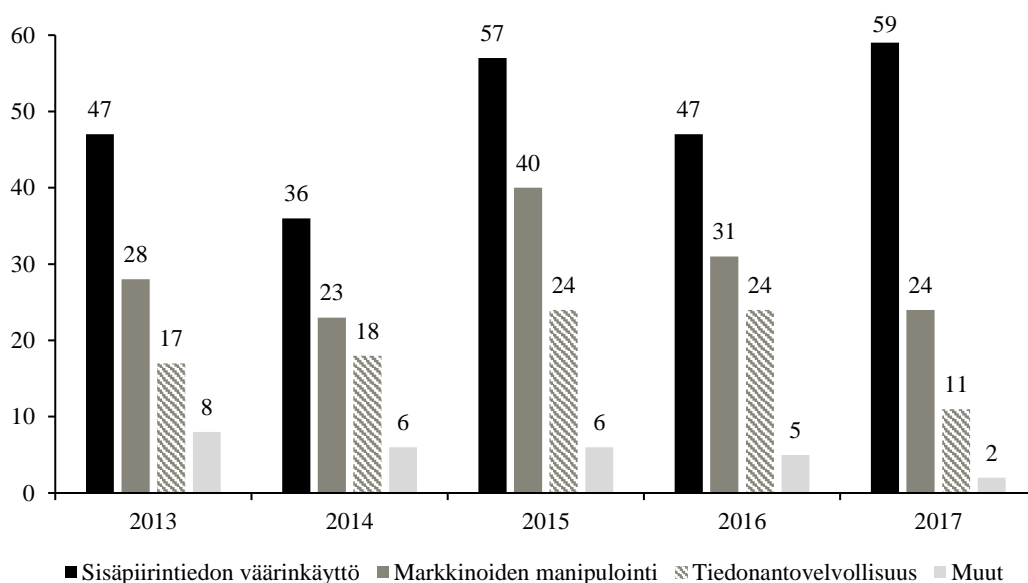
Arvopaperimarkkinarikoksista annetut tuomiot vuosilta 2013–2017 nähdään Kuviossa 3, joita ajanjaksolla annettiin yhteensä 13 kappaletta. Arvopaperimarkkinarikosten määrä Suomessa on muihin talousrikoksiin verrattuna matala, sillä vuosien 2013–2017 aikana käräjäoikeus antoi arvopaperimarkkinarikoksista yhteensä 7 tuomiota, kun vastaavasti kirjanpitorikoksesta annettiin yhteensä 372 tuomiota ja veropetoksesta 448 tuomiota (Liite 4). Arvopaperimarkkinarikoksista annettujen tuomioiden matalaan määrään vaikuttaa osaltaan arvopaperimarkkinalainsäädännön voimassaolon lyhytaikaisuus, jolloin myös arvopaperimarkkinarikokset ovat suhteellisen tuore ilmiö (Haapanen 2007, 33).



**Kuvio 3.** Arvopaperimarkkinarikoksista annetut tuomiot vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 a.)

Arvopaperimarkkinarikoksista annettujen tuomioiden matalasta määrästä voisi päätellä, ettei arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö olisi Suomessa ongelma. Tilasto Fivan käsittelemistä arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvistä valvontatapauksista vuosilta 2013–2017 (Kuvio 4.) antaa kuitenkin vastakkaisen näkökulman. Valvontatapauksia oli tarkastelujaksolla

yhteensä 513 eli vuosittain keskimäärin 100 kappaletta, mikä kertoo, että väärinkäyttöepäilyksiä on ilmennyt. Määrää voidaan pitää silti suhteellisen alhaisena verrattuna esimerkiksi Ruotsiin, jossa oli pelkästään vuoden 2017 aikana tilastoitu 368 epäiltyä sisäpiirikauppaa ja 267 epäiltyä markkinoiden manipulointia (Finanssinspektionen 2018).



**Kuvio 4.** Finanssivalvonnan valvontatapaukset 2013–2017. (Finanssivalvonta 2018 a.)

### 5.2.1 KKO:2013:53

Seuraavaksi käydään läpi tutkimuksen tarkastelujaksolla ilmennyt suomenkielinen arvopaperimarkkinarikoksia koskeva KKO:n ennakkopäätös, jossa on kyse arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta.

Syyttäjä vaati A:lle rangaistusta 9.12.2002–15.1.2003 tehdystä arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sen perusteella, että A oli X Oyj:n toimitusjohtajana sekä hallituksen varsinaisena jäsenenä jättänyt antamatta yhtiön osakkeeseen liittyvän tiedon, joka olisi tiedottamisvelvollisuuden nojalla tullut antaa. Yhtiön pörssitiedotteessa lokakuussa 2002 oli arvioitu toisen vuosipuoliskon osakekohtaiseksi tulokseksi 0,20 euroa, mutta viimeistään 9.–11.12.2002 oli selvinnyt, että tulos jäisi ilmoitettua alhaisemmaksi. Tuloksen mahdollisesta tappiollisuudesta ilmoitettiin pörs-

sitiedotteella kuitenkin vasta 16.1.2003. Toisen vuosipuoliskon osakekohtainen tulos oli siten ollut arvioidun 0,20 euron sijaan 0,16 euroa. A kiisti syyllisyytensä sillä perusteella, että X Oyj:n tiedossa ollut osakekohtainen tulos ei olennaisesti poikennut lokakuun ennusteesta, A oli toiminut viipymättä saatuaan tiedon poikkeamasta ja yhtiön toisen vuosipuoliskon osakekohtaisella tuloksella ei ollut olennaista merkitystä yhtiön osakkeen arvoon. Käräjäoikeus katsoi, ettei riittävää näyttöä löytynyt sille, että A olisi 9.–11.12.2002 saanut varmaa tietoa toisen vuosipuoliskon osakekohtaisen tuloksen jäämisestä ilmoitettua alhaisemmaksi. Sen sijaan käräjäoikeus katsoi näytetyksi, että A oli saanut lopullisen ja varman tiedon yhtiön joulukuun 2002 osakekohtaisen tuloksen jäämisestä tappiolliseksi 15.1.2003 tilinpäätöstietojen valmistuttua. Tulosvaroitusta annettiin 16.1.2003, minkä käräjäoikeus katsoi tapahtuneen ilman aiheutonta viivytystä ja hylkäsi syytteen. Virallinen syyttäjä valitti hovioikeuteen. Hovioikeus katsoi käräjäoikeudesta poiketen, että yhtiön taloushallintoon kuuluneiden henkilöiden laatimista vapaamuotoisista sähköpostiviesteistä ilmevä käsitys yhtiön tilanteesta tuli ottaa huomioon tiedottamisvelvollisuutta arvioitaessa. Hovioikeus katsoi, että marraskuun loppuraportin valmistuttua 11.12.2002 yhtiössä oli ollut riittävän luotettavaa ja varmaa tietoa toisen vuosipuoliskon osakekohtaisen tuloksen jäämisestä ilmoitettua alhaisemmaksi. Hovioikeus kuitenkin huomioi, että erikseen tarkasteltuina seikat eivät olisi välttämättä muodostaneet riittävän luotettavaa ja varmaa tietoa, mutta ne kaikki olivat viitanneet siihen, että joulukuun tulos ei paransi loka-marraskuusta eikä tulosenusteeseen saavuttaminen olisi todennäköistä. Hovioikeus katsoi, että tieto osakekohtaisen tuloksen jäämisestä 0,16 euroon oli ollut merkittävä muutos, sillä kyseessä oli 20 prosentin suuruinen ero tulosenusteeseen, jota oli pidettävä järkevän sijoittajan sijoituspäätöksen kannalta merkittävänä ja tiedottamisvelvollisuuden piiriin kuuluvana seikkana. Hovioikeus katsoi siten, että marraskuun 11.12.2002 loppuraportista saadun tulostiedon jälkeen X Oyj:n olisi tullut antaa tulosvaroitusta, jonka antamista yhtiössä oli aiheuttomasti viivytetty. A:n menettelyä ei voitu pitää tahallisenä, mutta ottaen huomioon julkistettavaksi vaaditun tiedon merkitys, A:n asema, koulutus ja kokemus, hovioikeus katsoi A:n menetelleen törkeän huolimattomasti arvioidessaan saamiensa tulostietojen merkitystä ja laiminlyödessään tiedonantovelvollisuutensa. Hovioikeus katsoi A:n syyllistyneen arvopaperimarkkinoita koskevaan tiedottamisrikokseen ja tuomitsi tämän 50:een 199 euron määräiseen päiväsakkoon eli maksamaan sakkoa 9 950 euroa. A valitti korkeimpaan oikeuteen ja vaati syytteen hylkäämistä. Korkein oikeus kuitenkin katsoi hovioikeuden tavoin A:n syyllistyneen tiedottamisrikokseen eikä hovioikeuden lopputulosta muutettu. (KKO:2013:53.)

Arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen tunnusmerkistö voi täytyä kolmen eri arvopaperimarkkinoilla tapahtuvan tiedottamiseen liittyvän lainvastaisen menettelyn perusteella, joka tässä tapauksessa täyttyi A:n jättäessä antamatta

arvopaperiin liittyvän tiedon, joka AML velvoitti antamaan ja joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tapauksessa tuli siten arvioitavaksi, oliko julkistettavaksi vaadittu tieto ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon. Niin AML:n 2:7 §:ssä kuin myöskään RL:n 51:5 §:ssä ei olennaiselle tiedolle ollut säädetty määrällistä arvoa, mutta RL:n esitöiden mukaan tiedolla tuli yleensä olla vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan ja AML:n esitöiden mukaan tiedon olennaisuutta tuli arvioida markkinoilla toimivan järkevän sijoittajan kannalta. Yhtiön johdon tuli arvioida, ovatko tiedot tyypillisesti olennaisia suhteessa yhtiön liiketoimintaan ja aiemmin julkistettuihin tietoihin sekä pitäisivätkö markkinoilla toimivat sijoittajat tietoa olennaisena sijoituspäätöstä tehdessään. Yleisesti tärkeimpänä osakkeen arvoa kuvaavana tunnuslukuna pidettiin yhtiön kannattavuutta mittaavaa osakekohtaista tulosta, jonka vuoksi muutos annetussa osakekohtaisessa tulosennusteessa oli herkästi omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. (KKO:2013:53.)

Tiedon olennaisuutta arvioitaessa hovioikeus huomioi, että tulosennuste oli aina jossain määrin arvio eikä tiedottamisvelvollisuus koskenut vähäisiä muutoksia, jolloin tulosmuutoksen merkitystä oli ensisijaisesti arvioitava suhteessa aiemmin annettuun tulosennusteeseen. KKO totesi, ettei kaikkien yhtiön johdon tietoon tulevien vähäisten poikkeamien voitu edellyttää olevan perusteena ennusteen oikaisemiseksi. Sen vuoksi on perusteltua ottaa huomioon yhtiön aikaisempi tiedottamiskäytäntö, sillä mitä yksityiskohtaisemmasta ja lyhyemmälle ajanjaksolle kohdistuvasta ennusteesta on kyse, sitä täsmällisemmin yhtiö viestittää kykenevänsä ennakoimaan tulostaan ja sitä luotettavammalta ennuste näyttää järkevän sijoittajan näkökulmasta. (KKO:2013:53.)

Toiseksi tapauksessa arvioitiin, milloin yhtiön tiedottamisvelvollisuus on täyttynyt. Tiedonantovelvollisuuden syntyminen edellytti julkistettavan seikan olevan omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, jolloin yhtiön johdolta velvoitettiin todennäköisyysarviointia siitä, tuliko yhtiö saavuttamaan antamansa tulosennusteen. Todennäköisyyttä arvioitaessa tuli ottaa huomioon kaikki

yhtiön johdon saama tieto ja arvioitava sen merkitystä kokonaisuutena. Tiedottamisvelvollisuus katsottiin syntyneeksi silloin, kun tulosennusteen tavoitteen saavuttamista ei ollut perusteltua pitää todennäköisenä. Tiedotettavalta seikalta ei kuitenkaan edellytetty varmuutta eikä tulosvaroituksen antamista ollut aiheellista viivyttää, kunnes yhtiö pystyisi antamaan tarkan ja täysin luotettavan arvion tuloksesta. (KKO:2013:53.)

Kolmantena tapauksessa arvioitiin, onko A menetellyt asiassa tahallisesti tai törkeän huolimattomasti. Tiedonantovelvoitteiden kohdistuessa arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimiviin henkilöihin, voitiin niiltä edellyttää tavanomaista suurempaa huolellisuutta ja kykyä arvioida etukäteen, mitä tietoja huolellinen sijoittaja pitäisi riittävinä ja arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavina. Tekijän katsotaan olleen törkeän huolimaton, jos tämä ei ole etukäteen selvittänyt asiaa riittävästi ja harkinnut tiedonantovelvollisuuden syntymistä. Arvioinnissa huomioitiin arvopaperimarkkinoiden olevan tavanomaisesta alttiimpia niihin kohdistuvaan epäluottamukseen, mikä korosti tiedottamisesta vastuussa olevien henkilöiden huolellisuusvelvollisuutta. (KKO:2013:53.)



## 6 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksen tavoitteena oli selvittää, onko Suomessa ilmennyt arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä vuosien 2013–2017 aikana. Tutkimusongelmaa tarkasteltiin tutkimuskysymysten kautta, joista selvitettiin, miten arvopaperimarkkinoita säännellään virallissääntelyn kautta Suomessa, onko hallinnollisia seuraamuksia tai tuomioita arvopaperimarkkinarikoksista annettu vuosina 2013–2017 sekä mikä ovat olleet perusteet mahdollisten arvopaperimarkkinarikosten tunnusmerkistöjen täytymiseen. Tässä luvussa käydään läpi keskeisimmät tutkimustulokset sekä tutkimuksen luotettavuuden arviointi.

### 6.1 Keskeisimmät tutkimustulokset

Suomessa arvopaperimarkkinoiden virallissääntely muodostuu arvopaperimarkkinalainsäädännöstä, joista AML säätelee koko arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Lainsäädännön tukena toimivat alempitasoiset säännökset, kuten valtiovarainministeriön asetukset ja Fivan määräykset. Kansallisen virallissääntelyn lisäksi Suomea velvoittavat myös suoraan sovellettavat EU-asetukset, joista MAR säätelee markkinoiden väärinkäyttöä. Sääntelyn synnyttämistä velvollisuuksista keskeisimpiä ovat markkinoiden yleiset säännökset, tiedonantovelvollisuus, julkista ostotarjoustusta koskevat velvoitteet ja tarjousvelvollisuus sekä markkinoiden väärinkäyttöä koskevat kiellot.

Tutkimuksen tarkastelujaksolla hallinnollisia seuraamuksia määrättiin 51 kappaletta ja niiden määrä on noussut verrattaessa vuosiin 2002–2010. Hallinnollisen seuraamusmenettelyn alaan lukeutuvat rikkeet olivat kuitenkin pääsääntöisesti lieviä, mutta vakavampien rikkeiden yleistymistä on havaittavissa. Arvopaperimarkkinarikoksista annettiin tuomioita yhteensä 13 kappaletta, jonka perusteella arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö ei määrällisesti vaikuttaisi olevan Suomessa ongelma. Vastakkaista näkökulmaa antaa kuitenkin Fivan arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset, joita tarkastelujaksolla oli yhteensä 513 kappaletta. Sekä hallinnollisia seuraamuksia

että arvopaperimarkkinarikoksista annettuja tuomioita ilmeni vuosina 2013–2017, joten voidaan todeta, että Suomessa on ajanjakson aikana ilmennyt arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä.

Tutkimuksen tarkastelujaksolla ilmeni vain yksi suomenkielinen KKO:n ennakkopäätös, jolloin yhdestä tapauksesta ei voida antaa johtopäätöksiä siitä, millä perustein arvopaperimarkkinarikosten tunnuspiirteet ovat yleensä täyttyneet. Tarkastellussa oikeustapauksessa oli kyse arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta, johon tekijän katsottiin syyllistyneen jättäessään antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, joka AML velvoitti antamaan ja joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tapauksessa arvioitiin tiedon olennaisuutta sekä ajankohtaa, jolloin yhtiön tiedottamisvelvollisuus oli täyttynyt.

## 6.2 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksessa käytetyn tutkimusmenetelmän ja tuloksista johdettujen päätelmien luotettavuutta arvioidaan usein reliabiliteetin ja validiteetin avulla. Termit mielletään yleensä kvantitatiiviseen tutkimukseen, mutta niitä voidaan käyttää soveltuvin osin myös kvalitatiivisessa tutkimuksessa. *Reliabiliteetti* ilmaisee tutkimustulosten toistettavuutta eli voidaanko samoissa olosuhteissa saada samoja tuloksia vai ovatko tulokset sattumanvaraisia. *Validiteetti* ilmaisee puolestaan tutkimuksen pätevyyttä eli onko tutkimusmenetelmän avulla tutkittu sitä, mitä on ollut tarkoituskin tutkia. (Hiltunen 2009, 2-12; Hirsjärvi, Remes & Sajavaara 2007, 226-227.)

Tutkimus on toistettavissa, sillä teoria pohjautuu voimassaolevaan lainsäädäntöön, sitä tukeviin asetuksiin ja oikeuskirjallisuuteen. Tutkimusaineisto perustuu puolestaan Fivan ja Oikeusrekisterikeskuksen tilastoihin sekä yhteen KKO:n ennakkotapaukseen. Tutkimus on myös pätevä, sillä tutkimuskysymysten avulla on saatu vastauksia tutkimusongelmaan. Tutkimusta voidaan siten pitää luotettavana, sillä tutkimuksessa käytetyt lähteet ja aineistot ovat ajankohtaisia ja ne ovat peräisin virallislähteistä.

## LÄHTEET

2001/34/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Viitattu 10.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32001L0034&from=FI>

2004/25/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi julkisista ostotarjouksista. Viitattu 11.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025&from=FI>

2004/109/EY. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta. Viitattu 10.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0109&from=FI>

2013/50/EU. Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2004/109/EY, arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY ja direktiivin 2004/109/EY tiettyjen säännösten täytäntöönpanoa koskevista yksityiskohtaisista säännöistä annetun komission direktiivin 2007/14/EY muuttamisesta. Viitattu 10.5.2018. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=EN>

Astola, T. 1990. Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Jyväskylä. Lakimiesliiton kustannus. Gummerus Kirjapaino Oy.

Capital Com SV Investments Ltd. 2018. Mikä on spot? Viitattu 5.7.2018. <https://capital.com/fi/spot-maaritelma>

Edilex. 2017. Lainsäädäntöä uudistetaan arvopapereita koskevien esitteiden sääntelyn osalta. Viitattu 5.4.2018. <https://www.edilex.fi/uutiset/53094>

ESMA/2016/1478. Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet. Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen. Viitattu 2.5.2018. [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478\\_fi.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_fi.pdf)

(EU) 2017/1129. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin 2003/71/EY kumoamisesta. Viitattu 4.4.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=FI>

(EU) 2016/1055. 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. Viitattu 5.4.2018. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1055&from=FI>

(EU) 2016/957. Komission delegoitu asetus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä väärinkäytösten taikka epäilyttävien toimeksiantojen tai liiketoimien estämiseen ja havaitsemiseen sekä niistä ilmoittamiseen käytettäviä asianmukaisia järjestelyjä, järjestelmiä ja menettelyjä sekä ilmoitusmallia koskevilla teknisillä sääntelystandardeilla. Viitattu 21.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0957&from=EN>

(EU) 2016/522. Komission delegoitu asetus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 täydentämisestä kolmansien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoitukset vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuina ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta. Viitattu 21.5.2018. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0522&qid=1460536062675&from=FI>

(EU) 2016/347. Komission täytäntöönpanoasetus sisäpiiriluettelojen tarkkaa muotoa ja päivitystapaa koskevista Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 596/2014 mukaisista teknisistä täytäntöönpanostandardeista. Viitattu 21.5.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0347&from=FI>

(EU) N:o 596/2014. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 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. Viitattu 5.4.2018. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&from=EN>

(EY) N:o 809/2004. Komission asetus Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/71/EY täytäntöönpanosta esitteiden sisältämien tietojen, esitteiden muodon, viittauksina esitettävien tietojen, julkistamisen ja mainonnan osalta. Viitattu 5.4.2018. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004R0809-20160324&from=FI>.

Finansinspektionen. 2018. Marknadsmisbruk. Viitattu 21.7.2018. <https://www.fi.se/sv/publicerat/statistik/marknadsmisbruk/>

Finanssivalvonta. 2013. Markkinat 4/2013. Viitattu 26.8.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat\\_4\\_2013.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tiedotteet/Markkinat/Documents/Markkinat_4_2013.pdf)

Finanssivalvonta. 2017 a. MiFID II/MiFIR ja kauppapaikat. Perustietoa kauppapaikkoja koskevasta sääntelystä. Viitattu 8.5.2017.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/MiFID2\\_MiFIR\\_Perustietoa\\_kauppapaikkoja\\_koskevasta\\_saantelysta\\_03112017.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/MiFID/Documents/MiFID2_MiFIR_Perustietoa_kauppapaikkoja_koskevasta_saantelysta_03112017.pdf)

Finanssivalvonta. 2017 b. Tiedonantovelvollisuus. Viitattu 22.3.2018.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta. 2017 c. Jatkuva tiedonantovelvollisuus. Viitattu 26.3.2018.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Jatkuva/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta. 2017 d. Sisäpiiritiedon julkistaminen ja julkistamisen lykkäminen (MAR 17 artikla). Viitattu 5.4.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/17\\_artikla/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/17_artikla/Pages/Default.aspx)

Finanssivalvonta. 2017 e. Tilinpäätös ja toimintakertomus. Viitattu 3.5.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Tilinpaaotos\\_toimintakertomus/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Tiedonantovelvollisuus/Saannollinen/Tilinpaaotos_toimintakertomus/Pages/Default.aspx)

Finanssivalvonta. 2017 f. Sisäpiiriluetelot (MAR 18 artikla). Viitattu 21.5.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/18\\_artikla/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/18_artikla/Pages/Default.aspx)

Finanssivalvonta. 2017 g. Johtohenkilöiden liiketoimet ja suljettu ikkuna (MAR 19 artikla). Viitattu 21.5.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/19\\_artikla/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/mar/19_artikla/Pages/Default.aspx)

Finanssivalvonta. 2018 a. Sanktiot, tutkintapyynnöt ja arvopaperimarkkinoiden tutkintatapaukset. Finanssivalvonnan tutkintapyynnöt ja hallinnolliset seuraamukset 2007–2017. Finanssivalvonnan käsittelemät arvopaperimarkkinoiden kaupankäyntiin ja tiedonantovelvollisuuteen liittyvät valvontatapaukset 2007–2017. Viitattu 30.4.2018.  
<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Tilastot/sanktiot/Pages/Default.aspx>

Finanssivalvonta. 2018 b. Valvontatoimenpiteet. Viitattu 31.7.2018.  
[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset\\_seuraamukset/Valvontatoimenpiteet/Pages/Default.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Valvonta/Hallinnolliset_seuraamukset/Valvontatoimenpiteet/Pages/Default.aspx)

Haapanen, O. 2007. Arvopaperimarkkinarikokset ja rikoshyödyn menettäminen. Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsinki. Hakapaino Oy. Viitattu 26.8.2018.  
[https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus\\_hovioikeudet\\_helsinginhovioikeus/julkaisut/painetutjulkaisut/kirjoituksiatalousrikosoikeudesta2007/HsTEuu7vb/03\\_Arvopaperimarkkinarikokset\\_ ja\\_ rikoshyodyn\\_ menettaminen\\_Olli\\_Haapanen.pdf](https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus_hovioikeudet_helsinginhovioikeus/julkaisut/painetutjulkaisut/kirjoituksiatalousrikosoikeudesta2007/HsTEuu7vb/03_Arvopaperimarkkinarikokset_ ja_ rikoshyodyn_ menettaminen_Olli_Haapanen.pdf)

HE 157/1988. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. Viitattu 10.1.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_157+1988.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_157+1988.pdf)

HE 254/1998. Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Viitattu 19.6.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_254+1998.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_254+1998.pdf)

HE 184/2001. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi. Viitattu 8.3.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_184+2001.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_184+2001.pdf)

HE 6/2006. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta. Viitattu 14.5.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_6+2006.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_6+2006.pdf)

HE 43/2007. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi niihin liittyviksi laeiksi. Viitattu 13.3.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_43+2007.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_43+2007.pdf)

HE 32/2012. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. Viitattu 8.3.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_32+2012.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_32+2012.pdf)

HE 11/2015. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Viitattu 21.3.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_11+2015.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_11+2015.pdf)

HE 65/2016. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi. Viitattu 18.5.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he\\_65+2016.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/Documents/he_65+2016.pdf)

HE 151/2017. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräksi niihin liittyviksi laeiksi. Viitattu 13.3.2018.  
[https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/documents/he\\_151+2017.pdf](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/HallituksenEsitys/documents/he_151+2017.pdf)

Hirsjärvi, S., Remes, P. & Sajavaara, P. 2007. Tutki ja kirjoita. 13. osin uudistettu painos. Keuruu. Otavan Kirjapaino Oy.

Hiltunen, L. 2009. Validiteetti ja reliabiliteetti. Jyväskylän yliopisto. Viitattu 6.10.2018.

[http://www.mit.jyu.fi/ope/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius\\_ja\\_reliabiliteetti.pdf](http://www.mit.jyu.fi/ope/kurssit/Graduryhma/PDFt/validius_ja_reliabiliteetti.pdf)

Häyrynen, J. 2006. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Vammala. Vammalan kirjapaino Oy.

Häyrynen, J. 2009. Pörssiväärinkäytökset. Hämeenlinna. Kariston Kirjapaino Oy.

Häyrynen, J. & Kajala, V. 2013. Uusi arvopaperimarkkinalaki. Viro. Helsingin Kauppakamari Oy.

Häyrynen, J. 2008. Sisäpiiritiedon väärinkäytön ennaltaehkäisy sisäpiiriläisen näkökulmasta. Edilex. Viitattu 5.4.2018. <https://www.edilex.fi/blf/5002.pdf>

KKO 2013:53. Arvopaperimarkkinarikos - Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos - Rangaistuksen määrääminen - Rangaistuksen tuomitsemisen estävä vanhentuminen. Ratkaisu säädöstietopankki Finlexin sivuilla. Viitattu 15.9.2018. <https://www.finlex.fi/fi/oikeus/kko/kko/2013/20130053>

Kujala, T. 2017. Sisäpiiritiedon väärinkäytön kiellosta – rikos ja EU-oikeudellinen näkökulma. Kirjoituksia modernista rikosoikeudesta. Helsingin hovioikeus. Tampere. Grano Oy. Viitattu 18.6.2018. [https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus\\_hovioikeudet\\_helsinginhovioikeus/julkaisut/2017/uoiprQg7D/Kirjoituksia\\_modernista\\_rikosoikeudesta\\_Helsingin\\_hovioikeuspiirin\\_ja\\_Helsingin\\_yliopiston\\_oikeustieteellisen\\_tiedekunnan\\_laatuhanke.pdf#page=225](https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus_hovioikeudet_helsinginhovioikeus/julkaisut/2017/uoiprQg7D/Kirjoituksia_modernista_rikosoikeudesta_Helsingin_hovioikeuspiirin_ja_Helsingin_yliopiston_oikeustieteellisen_tiedekunnan_laatuhanke.pdf#page=225)

L 19.12.1889/39. Rikoslaki. Viitattu 1.3.2018.

<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1889/18890039001>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

L 26.5.1989/495. Arvopaperimarkkinalaki. Viitattu 15.2.2018.

<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/kumotut/1989/19890495>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

L 31.7.1947/622. Velkakirjalaki. Viitattu 15.3.2018.

<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1947/19470622>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

L 29.1.1999/48. Sijoitusrahastolaki. Viitattu 1.3.2018.

<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1999/19990048>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

- L 21.7.2006/624. Osakeyhtiölaki. Viitattu 15.3.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- L 19.12.2008/878. Laki Finanssivalvonnasta. Viitattu 6.5.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2008/20080878>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- L 14.12.2012/746. Arvopaperimarkkinalaki. Viitattu 15.2.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- L 14.12.2012/747. Sijoituspalvelulaki. Viitattu 14.3.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120747>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- L 14.12.2012/750. Laki arvopaperitileistä. Viitattu 15.3.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2012/20120750>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- L 28.12.2017/1070. Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Viitattu 14.3.2018.  
<https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2017/20171070>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.
- Martikainen, T. & Martikainen, M. 2009. Rahoituksen perusteet. Helsinki. WSOYPro Oy.
- Nasdaq Helsinki Oy. 2018. Pörssin säännöt 3.1.2018. Viitattu 6.5.2018.  
[http://business.nasdaq.com/media/P%3%B6rssiin%20s%3%A4%3%A4nn%3%B6t%203.1.2018%20final\\_tcm5044-20052.pdf](http://business.nasdaq.com/media/P%3%B6rssiin%20s%3%A4%3%A4nn%3%B6t%203.1.2018%20final_tcm5044-20052.pdf)
- Oikeusrekisterikeskus. 2018 a. Tilasto annetuista tuomioista arvopaperimarkkinarikosnimikkeillä vuosina 2013–2017.
- Oikeusrekisterikeskus. 2018 b. Tilasto annetuista tuomioista kirjanpito- ja verorikosnimikkeillä vuosina 2013–2017.
- Ostotarjouskoodi. 2014. Arvopaperimarkkinayhdistys ry. Viitattu 17.5.2018.  
<https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/6/2013/12/ostotarjouskoodiweb.pdf>
- Parkkari, V. 2007. Osakkeen kurssimuutokset ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö oikeuskäytännössä. Kirjoituksia talousrikosoikeudesta. Helsinki. Hakapaino Oy. Viitattu 19.6.2018.  
[https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus\\_hovioikeudet\\_helsinginhovioikeus/julkaisut/painetutjulkaisut/kirjoituksiatalousrikosoikeudesta2007/I44Stjlpn/12\\_Osakkeen\\_kurssimuutokset\\_ja\\_sisapiirintiedon\\_vaarinka...\\_Ville\\_Parkkari.pdf](https://oikeus.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus_hovioikeudet_helsinginhovioikeus/julkaisut/painetutjulkaisut/kirjoituksiatalousrikosoikeudesta2007/I44Stjlpn/12_Osakkeen_kurssimuutokset_ja_sisapiirintiedon_vaarinka..._Ville_Parkkari.pdf)



Parkkonen, J. & Knuts, M. 2014. Arvopaperimarkkinalaki. 5. uudistettu painos Alma Talent Verkkokirjahylly -palvelussa.

Pörssisäätiö. 2017. Listautumiset Pohjoismaissa viime vuosina. Suomen Pörssisäätiö. Viitattu 9.3.2018. <http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/listautumiset-pohjoismaissa-viimevuosina/>

Sutela, M., Määttä, T. & Myrsky, M. 2003. Ohjeita oikeustieteellisen tutkielman laatimiseen. Joensuun yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja. Viitattu 10.3.2018. <http://www.uef.fi/documents/300201/0/graduopas/d97f8486-bc58-4b23-8468-6dd693ba4e95>

Tapani, J. & Tolvanen, M. 2016. Rikosoikeus: Rangaistuksen määrääminen ja täytäntöönpano. 3. uudistettu painos Alma Talent Verkkokirjahylly -palvelussa.

VMA 20.12.2012/1019. Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3-5 luvussa tarkoitetuista esitteistä. Viitattu 17.5.2018, <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20121019>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

VMA 20.12.2012/1020. Valtiovarainministeriön asetus arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta. Viitattu 17.5.2018. <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20121020>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

VMA 20.12.2012/1022. Valtiovarainministeriön asetus tarjousasiakirjan sisällöstä ja julkistamisesta sekä sisällöstä myönnettävistä poikkeuksista ja Euroopan talousalueella hyväksytyyn tarjousasiakirjan vastavuoroisesta tunnustamisesta. Viitattu 17.5.2018. <https://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2012/20121022>. Valtion säädöstietopankki Finlex, ajantasainen lainsäädäntö.

YKL 03/2009 M. Velvollisuus edistää tarjouksen toteutumista. Keskuskaupparegistrin yrityskauppalautakunnan lausunto. Viitattu 15.5.2018. <https://cgfinland.fi/wp-content/uploads/sites/39/2017/04/velvollisuus-edistaa-tarjouksen-toteutumistayklilausunto090511.pdf>

## LIITE 1

**Taulukko 1.** Finanssivalvonnan antamat rikemaksut vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.)

VUOSI	YHTIÖ	PERUSTE	SAKON MÄÄRÄ
2013	Taaleritehtaan Rahastoyhtiö Oy	Sijoitusrahastolain varojen sijoittamista koskevien rajoitusten rikkominen	7 000,00 €
2013	Aval Asset Management Oy	Taloudellista asemaa koskevan raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2013	Henkivakuutusosakeyhtiö Duo	Taloudellista asemaa koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2013	Alma Vakuutus Oy	Taloudellista asemaa koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2013	Erityiskoulutettujen työttömyyskassa	Taloudellista asemaa koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2013	Orionin Eläkesäätiö	Taloudellista asemaa koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2014	Luonnollinen henkilö	Julkisiin sisäpiirirekistereihin omasta määräysvaltayhteisöstä jätettävän sisäpiiri-ilmoituksen laiminlyönti	3 000,00 €
2014	Luonnollinen henkilö	Julkisiin sisäpiirirekistereihin omasta määräysvaltayhteisöstä jätettävän sisäpiiri-ilmoituksen laiminlyönti	500,00 €
2015	Kauppahuone Laakkonen Oy	Liputusilmoituksen viivästyminen	10 000,00 €
2015	Rakennusmestarien Säätiö	Liputusilmoituksen viivästyminen	5 000,00 €
2015	Sp-Rahastoyhtiö Oy	Liputusilmoituksen viivästyminen	20 000,00 €
2015	JWS Sairauskassa	Taloudellista asemaa koskevan raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Muusikkojen Sairauskassa	Taloudellista asemaa koskevan raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Oy Forcit Ab Sairauskassa	Taloudellista asemaa koskevan raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Finnvera Oyj	Liputusilmoituksen viivästyminen	12 000,00 €
2015	Noster Credit Opportunities Master Fund Limited	Lyhyeksimynti-ilmoituksen viivästyminen	15 000,00 €
2015	Cevian Capital II Master Fund L.P.	Liputusilmoituksen viivästyminen	7 000,00 €
2015	Skandinaviska Enskilda Banken Ab	Liputusilmoituksen viivästyminen	10 000,00 €
2015	SEB Lide International Assurance Company Limited	Liputusilmoituksen viivästyminen	10 000,00 €
2015	Carlson Capital UK LLP	Lyhyeksimynti-ilmoituksen viivästyminen	30 000,00 €
2015	AinaCom Oy	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €

2015	AinaPay Oy	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Elisa Oyj	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Helsinki Capital Partners Rahastoyhtiö Oy	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Lundqvist-rederiernas Pensionsstiftelse	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Ålandsbanken Abps Pensionsstiftelse	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2015	Handelsbanken Finans Abp	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2016	Capstone Volatility Master (Cayman) Limited	Lyhyeksimynti-ilmoituksen laiminlyönti	20 000,00 €
2016	Vakuutusosakehtiö Bothnia International	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2017	Suomen Vahinkovakuutus Oy	Taloudellisia tunnuslukuja koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2017	Ålandsbanken Abp	Taloudellisia tunnuslukuja koskevan säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €
2017	Hufvudstadsbladets Pensionsstiftelse	Säännöllisen raportoinnin laiminlyönti	5 000,00 €

## LIITE 2

**Taulukko 2.** Finanssivalvonnan antamat julkiset varoitukset vuosina 2013–2017 perusteineen. (Finanssivalvonta 2018 b.)

VUOSI	YHTIÖ	PERUSTE
2013	Ålandsbanken Abp	Asiakasvarojen säilyttämistä ja sisäisen valvonnan toimivuuden varmistamisesta annettujen säännösten noudattamisen laiminlyönti
2013	Eufex Pankki Oyj	Muun muassa sisäistä valvontaa ja riskienhallintaa koskevien luottolaitoslain vaatimusten sekä useiden Fivan antamien määräysten laiminlyönti
2014	Nordea Pankki Suomi Oyj	Maksupalvelulain maksun toteuttamisaikoja koskevien säännösten rikkominen
2014	Aurejärvi Varainhoito Oy	Sijoitusrahastolain säännösten ja Fivan määräysten laiminlyönti koskien rahastoyhtiön velvollisuutta järjestää toimintansa luotettavalla tavalla
2016	FIT Biotech Oy	Esitteen julkaisemisvelvollisuuden laiminlyönti
2016	Helsingin Seudun Osuuspankki	Luottolaitostoiminnasta annetun lain ja kuluttajansuojalain vastainen harhaanjohtava markkinointi
2017	Nordea Bank AB, Suomen sivuliike	Selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarviointien laiminlyönti
2017	Helsingin Seudun Osuuspankki	Selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarviointien laiminlyönti
2017	Alexandria Pankkiiriliike Oyj	Selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarviointien laiminlyönti
2017	Investium Oy	Selonottovelvollisuuden ja soveltuvuusarviointien laiminlyönti
2017	Suomen Vahinkovakuutus Oy	Riskienhallintaa koskevien vaatimusten laiminlyönti

## LIITE 3

**Taulukko 3.** Finanssivalvonnan antamat seuraamusmaksut vuosina 2013–2017 perusteineen.  
(Finanssivalvonta 2018 b.)

VUOSI	YHTIÖ	PERUSTE	SAKON MÄÄRÄ
2014	Navi Group Oy (Privanet Capital Markets Oy)	Useiden säännösten rikkominen, kuten sijoituspalvelulain säännösten laiminlyönti koskien asiakasvarojen säilyttämistä ja erillään pitoa	80 000,00 €
2016	Investors House Oy	Useiden liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ja säännelyjen tietojen julkistamista koskevien säännösten rikkominen	35 000,00 €
2016	Ixonos Oyj	Arvopaperimarkkinalain ja sitä täydentävien Fivan määräysten vastainen menettely	5 000,00 €
2016	Takoma Oyj	Arvopaperimarkkinalain ja sitä täydentävien Fivan määräysten vastainen menettely	5 000,00 €
2017	Nordea Bank AB, Suomen sivuliike	Dokumentointivaatimusten laiminlyönti ja eturistiriitatilanteiden tunnistamatta jättäminen ja ehkäiseminen	1 000 000,00 €
2017	Helsingin Seudun Osuuspankki	Dokumentointivaatimusten laiminlyönti ja eturistiriitatilanteiden tunnistamatta jättäminen ja ehkäiseminen	400 000,00 €
2017	Alexandria Pankkiiriliike Oyj	Dokumentointivaatimusten laiminlyönti ja eturistiriitatilanteiden tunnistamatta jättäminen ja ehkäiseminen	90 000,00 €
2017	Investium Oy	Dokumentointivaatimusten laiminlyönti ja eturistiriitatilanteiden tunnistamatta jättäminen ja ehkäiseminen	20 000,00 €

## LIITE 4

**Taulukko 4.** Käräjäoikeuden antamat tuomiot kirjanpito- ja verorikoksista vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 b.)

ASIAN RIKOSNIMIKE	2013	2014	2015	2016	2017	YHTEENSÄ
Kirjanpitorikos	83	70	82	67	70	372
Tuottamuksellinen kirjanpitorikos	1	2	2	4	1	10
Törkeä kirjanpitorikos	313	351	405	366	371	1806
Verorikkomus	15	15	6	4	6	46
Lievä veropetos	5	10	8	10	7	40
Veropetos	72	91	92	98	95	448
Törkeä veropetos	76	69	77	79	109	410
<b>YHTEENSÄ</b>	565	608	672	628	659	3132

**Taulukko 5.** Hovioikeuden antamat tuomiot kirjanpito- ja verorikoksista vuosina 2013–2017. (Oikeusrekisterikeskus 2018 b.)

ASIAN RIKOSNIMIKE	2013	2014	2015	2016	2017	YHTEENSÄ
Kirjanpitorikos	14	4	12	5	5	40
Tuottamuksellinen kirjanpitorikos	3	0	0	0	1	4
Törkeä kirjanpitorikos	83	97	132	152	113	577
Verorikkomus	3	7	1	2	0	13
Lievä veropetos	0	1	0	0	0	1
Veropetos	2	2	6	4	7	21
Törkeä veropetos	62	40	29	21	25	177
<b>YHTEENSÄ</b>	167	151	180	184	151	833