



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Iida Kumpulainen

Sisäpiiritiedon luottamuksellisuus ja vuotoepäily

Rajanveto sallitun markkinainformaation ja epäoikeudenmukaisen
informaatioedun välillä MAR-asetuksen valossa

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden kandidaatintutkielma
Kauppatieteiden kandidaatti

Vaasa 2026

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Iida Kumpulainen		
Tutkielman nimi:	Sisäpiiritiedon luottamuksellisuus ja vuotoepäily: Rajanveto sallitun markkinainformaation ja epäoikeudenmukaisen informaatioedun välillä MAR-asetuksen valossa		
Tutkinto:	Kauppatieteiden kandidaatti		
Oppiaine:	Talousoikeus		
Työn ohjaaja:	Vesa Annola		
Valmistumisvuosi:	2026	Sivumäärä:	32

TIIVISTELMÄ:

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus perustuu sijoittajien luottamukseen ja tiedon tasapuoliseen saatavuuteen. Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) tavoitteena on suojata markkinoiden eheys estämällä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Markkinoiden herkkä reagointi epävirallisiin signaaleihin ja huhuihin asettaa kuitenkin sääntelyn soveltamiselle haasteita ja lisää vuotoepäilyjä. Tämä asettaa pörssiyhtiöt vaatimaan tilanteeseen, jossa niiden on reaaliaikaisesti arvioitava markkinoilla liikkuvan tiedon luonnetta ja sen vaikutuksia yhtiön lakisäätöihin velvollisuuksiin.

Tutkielman tarkoituksena on selvittää, miten MAR:ssa määritellään raja sallitun markkinainformaation ja kielletyn sisäpiiritiedon välillä. Lisäksi tutkitaan, miten luottamuksellisuuden murtuminen vuotoepäilytilanteessa vaikuttaa yhtiön tiedonantovelvollisuuteen ja lykkäämisoikeuteen. Tutkimusongelma tiivistyy lainsäätäjän ja liikkeeseenlaskijan väliseen intressiristiriitaan: yhtiön tarpeeseen suojella keskeneräisiä hankkeitaan ja sääntelyn vaatimukseen turvata sijoittajien tasapuolinen tiedonsaanti.

Tutkimus on toteutettu lainopillisin menetelmin hyödyntäen oikeusdogmatiikkaa ja oikeudellista intressipunnintaa. Aineisto koostuu eurooppalaisesta ja kansallisesta sääntelystä sekä oikeus- ja valvontakäytännöstä. Teoreettinen viitekehys rakentuu arvopaperimarkkinaoikeudellisen keskeisen käsitteistön, kuten sisäpiiritiedon ympärille.

Keskeisenä havaintona on, että sallitun markkinainformaation ja sisäpiiritiedon raja määrittyy tiedon täsmällisyyden ja sen luoman epäoikeudenmukaisen etulyöntiaseman perusteella. Punnittaessa vastakkain yhtiön neuvottelurauhaa ja sijoittajien oikeuksia, oikeus- ja valvontakäytäntö vetävät siihen ankaran rajan. Jos markkinahuhu on riittävän täsmällinen vastataksaan yhtiön sisäistä tietoa, oikeus lykätä julkistamista raukeaa. Tällöin yhtiölle syntyy välitön velvollisuus oikaista informaatioepäsymmetria vuototiedotteella.

Johtopäätöksenä todetaan, ettei sääntely jätä yhtiölle vuototilanteissa lainkaan harkintavaltaa. Tiedonantovelvollisuus on vaativa juridinen compliance-toiminto, joka edellyttää johdolta ennakoivaa otetta. Johdon huolellisuusvelvoite vaatiikin asettamaan markkinoiden eheyden yhtiön kaupallisten etujen edelle. Tahallinen passiivisuus vuotoepäilyissä vaarantaa markkinaluottamuksen ja voi altistaa yhtiön sekä sen johdon sanktioille ja vahingonkorvausvastuulle.

AVAINSANAT: Sisäpiiritieto, tietovuodot, tiedonantovelvollisuus, huhut, yhtiöt, riskienhallinta, arvopaperimarkkinat, arvopaperioikeus

Sisällys

1	Johdanto	5
1.1	Tutkimusaiheen tausta ja ajankohtaisuus	5
1.2	Tutkimusongelma, tutkimuskysymys ja tavoitteet	6
1.3	Rajaus, näkökulma ja keskeinen terminologia	7
1.4	Lähdeaineisto ja tutkimusmenetelmä	8
1.5	Tutkielman rakenne	9
2	Tietovuoto ilmiönä ja markkinoiden informaatioepäsymmetria	11
2.1	Tietovuodosta informaatioepäsymmetriaan	11
2.2	Poikkeavat kurssireaktiot ja volyymipiikit vuodon indikaattoreina	12
2.3	Sallitun markkinainformaation ja laittoman tietovuodon erottaminen	13
3	MAR-kehys: sisäpiiritieto ja tiedon hallinta	16
3.1	MAR:n tavoitteet ja markkinaintegriteetti	16
3.2	Sisäpiiritiedon tunnusmerkit	17
3.3	Kielletty toiminta: luvaton ilmaiseminen	19
3.4	Markkinainformaation ja sisäpiiritiedon rajanveto	20
4	Vuotoepäily ja yhtiön velvollisuudet	22
4.1	Tiedonantopolitiikka ja valvontavelvollisuus	22
4.2	Sisäinen selvitys ja luottamuksellisuuden arviointi	23
4.3	Sisäpiiritiedon julkistaminen ja lykkäämisedellytysten raukeaminen	25
5	Yhteenveto ja johtopäätökset	27
5.1	Keskeiset havainnot	27
5.2	Käytännön merkitys ja jatkotutkimus	28
	Lähteet	30

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus 596/2014
OYL	Osakeyhtiölaki 624/2006

1 Johdanto

1.1 Tutkimusaiheen tausta ja ajankohtaisuus

Arvopaperimarkkinoiden tehokkuus ja toimivuus perustuvat siihen, että hinnanmuodostuminen tapahtuu mahdollisimman läpinäkyvässä ja oikeudenmukaisessa ympäristössä kaikille markkinaosapuolille. Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetus 596/2014 (MAR) pyrkii turvaamaan markkinoiden eheyden sekä sijoittajien luottamuksen, sillä markkinoiden väärinkäyttö, kuten sisäpiiritiedon hyödyntäminen, heikentää luottamusta ja vääristää markkinahinnan muodostumista.¹

Sisäpiirisääntelyn soveltaminen ei kuitenkaan tapahdu stabiilissa ympäristössä, vaan markkinoilla, jotka reagoivat herkästi myös epäviralliseen ja keskeneräiseen informaatioon. Digitalisaation kehitys on nopeuttanut tiedonkulkua, mutta samalla se on lisännyt riskiä tietovuodoille. Yksi haastavimmista tilanteista yrityksille on vuotoepäily, jolloin markkinoilla voidaan esimerkiksi havaita poikkeavaa kurssikehitystä tai volyympiiikkejä. Tämä asettaa yhtiön tiedottamisesta vastaavan johdon vaatimaan tilanteeseen. Yhtiön on tällöin kyettävä arvioimaan reaaliaikaisesti, onko markkinoilla liikkuva tieto peräisin yhtiön sisältä eli sisäpiiritietoa ja mitä siitä seuraa yhtiön julkistamisvelvollisuuden kannalta.² MAR kytkee sisäpiiritiedon olemassaolon ja sen luottamuksellisuuden säilymisen suoraan siihen, milloin ja miten tieto on julkistettava tai voiko julkistamista perustellusti viivästyttää³.

Vuotoepäily on yritykselle samanaikaisesti oikeudellinen, taloudellinen ja maineeseen liittyvä riski. Aiheen ajankohtaisuutta korostavat viimeaikaiset kansainväliset oikeustapaukset, joissa informaatioetu on siirtynyt yhtiön sisäpiiristä luvattoman ilmaisun kautta ulkopuolisille, esimerkiksi etätyöskentelyn yleistymisen on luonut uusia

¹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, johdanto kappaleet 2&7

² Parkkonen & Knuts 2014, s.169-170

³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 17

tietoturvariskejä, joissa luottamuksellinen tieto voi siirtyä tahattomasti perheen sisällä, johtaen vakaviin markkinaväärinkäyttöihin⁴.

Lisäksi rajanveto sallitun markkinaspekulaation ja kielletyn sisäpiiritiedon välillä on usein tulkinnanvarainen. Sijoittajilla on oikeus analysoida julkisista lähteistä kerättyä tietoa ja muodostaa niistä johtopäätöksiä, mutta tilanne voi muuttua laittomaksi, jos tieto asettaa hänet epäoikeudenmukaiseen etulyöntiasemaan muihin sijoittajiin nähden. Kielletyn informaatioedun syntyminen ja tunnistaminen sallitusta informaatioedusta ovat nykyaikaisen arvopaperimarkkinaoikeuden ydinkysymyksiä⁵.

1.2 Tutkimusongelma, tutkimuskysymys ja tavoitteet

Tutkimusongelma tässä työssä liittyy siihen, että sisäpiiritiedon vuotoepäily on yhtiölle samanaikaisesti oikeudellinen sekä liiketoiminnallinen päätöksentekotilanne, jossa ratkaisuja joudutaan tekemään nopeasti epävarmojen signaalien perusteella. Yhtiön kannalta keskeisin jännite syntyy MAR-asetuksen kytkennästä, jossa sisäpiiritiedon luottamuksellisuus ja olemassaolo liitetään suoraan yhtiön velvollisuuksiin. Jos yhtiöllä on hallussaan sisäpiiritietoa, sen on lähtökohtaisesti julkistettava tieto viipymättä, ellei julkistamisen lykkäämisen edellytykset täyty.⁶ Vuotoepäilytilanteissa yhtiön on kyettävä erottamaan perusteettomat markkinahuhut sellaisesta täsmällisestä tiedosta, joka murtaa lykkäämisedellytyksenä olevan luottamuksellisuuden, sekä arvioimaan, mitä oikeudellisia toimia aiheutuu.

Tutkimusongelma täsmentyy erityisesti tilanteisiin, joissa yhtiön intressi suojella keskeneräisiä hankkeitaan ja lainsäätäjän tavoite turvata sijoittajien tasapuolinen tiedonsaanti asettuvat vastakkain. Tällöin oikeudellinen arvio ei kohdistu vain siihen, täyttyvätkö sisäpiiritiedon tunnusmerkit, vaan myös siihen kenen etu painaa sääntelyä

⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, No. 26013

⁵ Knuts 2011, s.10

⁶ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 17

ja valvontakäytännön vaakakupissa eniten silloin, kun tiedon luottamuksellisuus vaarantuu.

Tutkielman tavoitteena on systemoida ne oikeudelliset kriteerit, joiden perusteella tehdään rajanveto sallitun markkinainformaation ja kielletyn sisäpiiritiedon välillä, sekä määrittää arvioinnin kannalta ratkaisevat tunnusmerkit. Lisäksi tutkielma analysoi, millaisiin käytännön toimintavelvoitteisiin ja riskienhallinnan tarpeisiin tämä asettaa yhtiön johdon. Tutkielman päätutkimuskysymys on: Miten sallitun markkinainformaation ja sisäpiiritiedon välinen raja määritellään MAR-asetuksessa, ja miten luottamuksellisuuden murtuminen vaikuttaa yhtiön tiedonantovelvollisuuteen vuotoepäilytilanteessa?

Päätutkimuskysymystä tuetaan vielä kahdella alakysymyksellä:

1. Milloin markkinoilla kiertävä huhu täyttää sisäpiiritiedon täsmällisyyden kriteerit ja synnyttää epäoikeudenmukaisen informaatioedun?
2. Miten yhtiön intressi suojella keskeneräisiä hankkeitaan ja sijoittajien tiedonsaantioikeus punnitaan vastakkain luottamuksellisuuden vaarantuessa?

1.3 Rajaus, näkökulma ja keskeinen terminologia

Tarkastelun kohteena on sisäpiiritiedon vuotoepäilyn arviointi MAR-asetuksen viitekehyksessä. Oikeudellisessa keskiössä ovat sisäpiiritiedon määritelmää, laitonta ilmaisemista sekä julkistamisvelvollisuutta ja sen lykkäämistä koskevat MAR:n 7, 10 ja 17 artiklat. Tutkielma keskittyy siihen, miten vuotoepäilytilanteissa tehdään rajanveto sisäpiiritiedon ja muun markkinainformaation välillä sekä millaisia velvollisuuksia ja toimintavaihtoehtoja yhtiölle syntyy. Tutkielma rajautuu tarkastelemaan ongelmaa liikkeeseenlaskijan ja markkinoiden eheyden näkökulmasta, jättäen esimerkiksi sisäpiiritiedon väärinkäytön rikosoikeudellisen arvioinnin työn ulkopuolelle⁷.

⁷ Ks. Rikoslaki 39/1889, luku 51

Tutkielman teoreettinen viitekehys rakentuu arvopaperimarkkinaoikeuden keskeisen käsitteistön ympärille. Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan MAR 7 artiklan mukaisesti täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, jolla olisi todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan ⁸. Se erotetaan tässä tutkielmassa yleisestä markkinainformaatiosta, joka viittaa laajempaan, hintaan vaikuttavaan tietomäärään, mutta ei kuitenkaan täytä sisäpiiritiedon tunnusmerkkejä.

Informaatioedulla tarkoitetaan yleisesti epäsymmetristä tiedonsaantia, joka voi olla sallittua markkinoilla, mutta muuttuu oikeudellisesti ongelmalliseksi silloin, kun etu perustuu sisäpiiritietoon. Erityisen kriittiseksi tämä nousee vuotoepäilytilanteissa. Vaikka vuotoepäily ei ole lakisääteinen termi, tässä tutkielmassa sillä viitataan tilanteisiin, joissa markkinahuhu tai signaali antaa perustellun syyn epäillä tiedon luottamuksellisuuden murtumista. Tällainen murtuminen voi olla seurausta sisäpiiritiedon laittomasta tai luvattomasta ilmaisemisesta, jolla tarkoitetaan tiedon paljastamista toiselle henkilölle muutoin kuin osana työn, ammatin tai tehtävien normaalia suorittamista ⁹.

1.4 Lähdeaineisto ja tutkimusmenetelmä

Ensisijaisena tutkimusmenetelmänä on lainoppi eli oikeusdogmatiikka. Oikeusdogmatiikan tarkoituksena on tuottaa tietoa voimassa olevan oikeuden *de lege lata* sisällöstä ja systematisoida oikeusnormeja¹⁰. Tätä menetelmää sovelletaan MAR:n tulkintaan, erityisesti sisäpiiritiedon määritelmää, julkistamisvelvollisuutta ja tiedon luvatonta ilmaisemista käsittelevien säännösten osalta. Oikeusdogmatiikkaa täydennetään lisäksi taloustieteellisellä- ja liiketoiminnallisella näkökulmalla sekä oikeudellisella intressipunninnalla. Tämä tarkoittaa sääntelyn analysointia suhteessa

⁸ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 7

⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 10

¹⁰ Hirvonen 2011, s.21-22

markkinoiden informaatiotehokkuuteen, sijoittajien käyttäytymiseen ja niihin liiketoimintariskeihin, joita yritysten vaatimustenmukaisuudesta (compliance) vastaavat toiminnot kohtaavat tiedonhallinnassaan. Menetelmien yhdistäminen mahdollistaa paitsi lain sisällön kuvaamisen, myös sen kriittisen arvioinnin siitä, miten lainsäätäjän tavoite sijoittajien tasapuolisesta kohtelusta ja yhtiön kaupallinen intressi suojella keskeneräisiä hankkeitaan punnitaan vastatakkain luottamuksellisuuden vaarantuessa.

Ensisijaisena ja velvoittavana oikeuslähteenä käytetään Euroopan unionin markkinoiden väärinkäyttöasetusta 596/2014. Lisäksi hyödynnetään kansallista sääntelykehystä. Koska sääntely on pitkälti EU-tasoista, oikeuslähdeaineistoon kuuluvat EU-tuomioistuimen ratkaisut sekä ennakkopäätökset, jotka täsmentävät sisäpiiritiedon tunnusmerkkejä, tiedon täsmällisyyttä, olennaisuutta tai väärinkäyttöä koskevia tulkintalinjoja. Viranomaisohjeistukset, kuten Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) antamat ohjeet ja raportit muodostavat myös olennaisen lähdepohjan arvioitaessa sitä, miten liikkeeseenlaskijan tulisi reagoida markkinahuhuihin ja hallita luottamuksellisuuden menettämistä. Voimassa olevan oikeuden, oikeuskäytännön ja viranomaisohjeiden lisäksi tutkielmassa hyödynnetään kotimaista oikeuskirjallisuutta sekä kansainvälisiä vertaisarvioituja artikkeleita.

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielma rakentuu viidestä pääluvusta, jotka etenevät markkinoiden informaatioepäsymmetriasta kohti MAR-asetuksen teoreettista viitekehystä ja yhtiön velvollisuuksia. Ensimmäinen luku on toiminut johdantona tutkimusaiheeseen, esitellen tutkimuksen taustan, tavoitteet ja tutkimusmenetelmän.

Toisessa luvussa näkökulma kohdistetaan rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja informaatioepäsymmetriaan. Luvussa analysoidaan tiedon roolia markkinoilla, vuotoepäilyn tunnistamista ja sitä, miten tietovuodot näkyvät kaupankäynnissä. Lisäksi

arvioidaan kriteerejä, joilla epäilty vuoto ja siihen perustuva informaatioetu erotetaan sallitusta markkinainformaatiosta ja spekulatiosta.

Kolmannessa luvussa luodaan tutkimuksen oikeudellinen perusta tarkastelemalla MAR-asetuksen tavoitteita ja markkinaintegriteettiä. Luvussa paneudutaan myös sisäpiiritiedon tunnusmerkkeihin sekä tiedon luvaton ilmaisemista koskevaan kieltoon. Luvussa tehdään tutkielman kannalta keskeinen käsitteellinen rajanveto kielletyn sisäpiiritiedon ja sallitun markkinainformaation välillä.

Neljäs luku käsittelee vuotoepäilyjä ja informaation hallintaa yrityksen velvollisuuksien näkökulmasta. Luvussa syvennytään yhtiön tiedonantopolitiikkaan ja siihen intressipunnintaan, jota yhtiön johto joutuu tekemään luottamuksellisuuden vaarantuessa. Luvussa arvioidaan myös käytännön toimenpiteitä, kuten sisäistä selvitystä ja vuototiedotteen antamista, suhteessa sääntelyn vaatimuksiin.

Tutkielman viidennessä ja viimeisessä luvussa esitetään tutkimuksen yhteenveto ja keskeiset johtopäätökset. Lisäksi luvussa arvioidaan tutkimuksen havainnot sekä sääntelyn asettamien raamien käytännön merkitystä ja esitetään suuntaviivoja aiheen jatkotutkimukselle.

2 Tietovuoto ilmiönä ja markkinoiden informaatioepäsymmetria

2.1 Tietovuodosta informaatioepäsymmetriaan

Arvopaperimarkkinoilla tapahtuvassa tietovuodossa on kyse tilanteesta, jossa hinnanmuodostuksen kannalta olennainen, yrityksen kontrolloima tieto karkaa epävirallisia kanavia pitkin yhtiön ulkopuolelle. Tällainen tilanne voi syntyä esimerkiksi tietojärjestelmän puutteen, inhimillisen virheen tai tahallisen toiminnan seurauksena. Erityisesti etätyöskentelyn yleistyminen voi kasvattaa tietovuoto riskiä. Kun luottamuksellinen tieto päätyy ulkopuoliselle taholle, markkinoille syntyy informaatioepäsymmetriaa, jossa tiedonsaanti on jakautunut markkinaosapuolten välillä epätasaisesti.

Tällä epätasapainolla on suoria ja mitattavia vaikutuksia koko arvopaperimarkkinan tehokkuuteen, sillä häiriötilat markkinoilla johtuvat usein juuri tiedon epäsymmetrisestä jakautumisesta¹¹. Kun yhdellä osapuolella on hallussaan julkistamatonta tietoa, hänelle syntyy muihin sijoittajiin nähden perusteeton etulyöntiasema, jota hän voi hyödyntää kaupankäynnissä. Tietovuodon aiheuttama informaatioepäsymmetria on markkinoiden tehokkuuden kannalta haitallista, sillä tehokkuuden säilyminen edellyttää markkinaosapuolten välistä luottamusta¹². Mikäli sijoittajat kokevat, että markkinoilla vallitsee epätasa-arvoinen tiedonsaanti, luottamus markkinoiden eheyteen murtuu. Sääntelyn tärkeimpänä edellytyksenä tehokkaiisiin rahoitusmarkkinoihin onkin ylläpitää luottamus.¹³

Tietovuoto on kuitenkin alkuvaiheessa usein huomaamaton. Yritysten ja sääntelyn kannalta kriittinen taitekohta saavutetaan vasta silloin, kun informaatioepäsymmetria

¹¹ Veil 2022, s. 176 kohta 18

¹² Knuts 2011, s.19

¹³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, johdanto

muuttuu havainnoitavaksi dataksi, jolloin markkinoille syntyy vuotoepäily. Kun informaatioedun saanut taho hyödyntää julkistamatonta tietoaan kaupankäynnissä, alkaa se myös siirtymään osakkeiden hintoihin ja kaupankäyntivolyymeihin, mikä jättää jäljen markkinoille. Tämä nostaa esiin epäilyksen tiedon luottamuksellisuuden vaarantumisesta. Vuotoepäily ei siis ole johtopäätös rikkomuksesta, vaan tilanne, joka käynnistää yrityksen sisäisen arvioinnin ja mahdolliset toimenpiteet.

2.2 Poikkeavat kurssireaktiot ja volyymipiikit vuoden indikaattoreina

Kuten edellä todettiin, tietovuodosta syntyvä informaatioepäsymmetria ja sitä seuraava vuotoepäily eivät ole vain teoreettisia käsitteitä, vaan ne jättävät markkinoille näkyvän jäljen. Arvopaperimarkkinoilla jälki ilmenee tyypillisesti poikkeavana kurssikehityksenä tai kaupankäyntivolyymin äkillisenä kasvuna ennen tiedon virallista julkistamista. Poikkeumat markkinoilla toimivat ensisijaisina indikaattoreina yrityksille ja niiden johdoille sekä markkinavalvojille. Ne näyttävät, jos tiedon luottamuksellisuus on murtunut ja markkinoilla ilmenee informaatioepäsymmetriaa.

Tähän ilmiöön viitataan usein termillä *pre-announcement price run-up*¹⁴ eli ennen julkistamista tapahtuva hinnannousu. Ilmiössä informaatioedun saaneet tahot pyrkivät hyödyntämään saamaansa tietoaan taloudellisesti toteuttamalla arvopaperikauppoja. Vaikka yksittäisen sijoittajan tekemä kauppa olisi volyymiltaan maltillinen, toistuvat ja yksisuuntaiset toimeksiannot muuttavat kysynnän ja tarjonnan tasapainoa. Tällöin osakkeen hintatason on mukauduttava ja samalla uusi, epävirallinen informaatio alkaa siirtymään kurssiin ennen virallista julkistamista.

Kurssireaktion ohella toinen merkittävä vuotoepäilyn indikaattori on kaupankäyntivolyymin poikkeava piikki. Volyymin nopea kasvu voi kertoa siitä, että tieto on levinnyt alkuperäisen vuotolähteen ulkopuolelle, esimerkiksi laajemmalle lähipiirille,

¹⁴ Ks. Meulbroek 1992

joka kiihdyttää kaupankäyntiä. Epäviralliset muutokset liikkeeseenlaskijan osakkeen hinnassa tai vaihdossa ovat vahvoja signaaleja tiedon luottamuksellisuuden murtumisesta. Erityisen hälyttäväksi vuotoepäily muuttuu tilanteissa, joissa volyymiipiikkeihin ja kurssiliikkeisiin yhdistyy huhuja markkinoilla tai mediassa.¹⁵

Poikkeava kurssinousu tai volyymiipiikki kertoo ainoastaan sen, että osaketta hinnoitellaan markkinoilla uudelleen, mutta se ei suoraan paljasta kurssiliikkeen perimmäistä syytä. Vaikka voimakas markkinareaktio voi usein olla seurausta laittomasta tietovuodosta ja epäsymmetrisestä informaatioedusta, se voi yhtä lailla aiheutua sijoittajien laillisesta markkina-analyysistä, kilpailijoiden julkistuksista tai alan yleisestä makrotalouden kehityksestä. Koska pelkkä kurssiipiikki ei yksinään riitä oikeudelliseksi näytöksi markkinoiden väärinkäytöstä, oikeudellinen tarkastelu on erityisen haastavaa. Se edellyttää tarkkaa käsitteellistä ja oikeudellista rajanvetoa sen suhteen, milloin informaatioetu perustuu laittomaan tietovuotoon ja milloin sallittuun markkinainformaatioon.

2.3 Sallitun markkinainformaation ja laittoman tietovuodon erottaminen

Koska poikkeavat kurssireaktiot ja volyymiipiikit voivat johtua monista eri syistä, arvopaperimarkkinaoikeudellisesti on välttämätöntä pystyä erottamaan toisistaan sallittu markkinainformaatio ja laitton tietovuoto. Kaikki markkinoilla saavutettu informaatioetu ei ole lähtökohtaisesti kiellettyä. Päinvastoin sijoittajien aktiivinen tiedonhankinta ja analysointi on tehokkaiden markkinoiden ja oikean hinnanmuodostuksen kannalta olennaista.¹⁶

¹⁵ Knuts & Kanervo 2024, s.905-906

¹⁶ Hansen 2017, s.378

MAR-asetuksessa linjataan nimenomaisesti, että julkisesti saatavilla olevista tiedoista laadittua tutkimusta ja arvioita ei tulisi sellaisenaan pitää sisäpiiritietona¹⁷. Sijoittaja saa ja hänen oletetaan pyrkivän saavuttamaan informaatioetua analysoimalla markkinoita, toimialan makrotaloutta ja yhtiön julkista dataa. Tätä sallitun analyysin ja tiedon yhdistelyn konseptia voidaan kuvata mosaiikkiteorianä. Teorian ydin on, että sijoittaja tai analyytikko voi kerätä lukuisia julkisia tiedonmurusia sekä merkityksettömiä ei-julkisia tietoja, ja yhdistelemällä näitä luoda tarkan ja arvokkaan kokonaiskuvan yhtiöstä. ¹⁸ Sijoittaja voi esimerkiksi seurata yhtiön tehtaiden rekkaliikennettä tai analysoida toimialan yleistä kysyntää, ja päätellä näistä yhtiön tulevan osavuosisikatsauksen suunnan. Tällaisen ”mosaiikin” perusteella tehty kaupankäynti on täysin laillista, vaikka sijoittajalla olisikin päätöksentekohetkellä hallussaan muihin nähden vaikuttava informaatioetu.

Oikeudellinen ja käsitteellinen raja laillisen analyysin ja laittoman tietovuodon välillä ylittyy siinä, miten ja millaista tietoa sijoittajan rakentamaan analyysiin on päätynyt. Jos yksikin osa perustuu yhtiön sisältä luvattomasti paljastettuun, täsmälliseen ja julkistamattomaan tietoon, kyse ei ole enää sallitusta analyysistä. Tarkoitus ei ole siis rangaista ylivermaisesta analyyttisestä osaamisesta, vaan estää epäoikeudenmukainen ja salassa pidettävän tiedon väärinkäyttö¹⁹.

Markkinavalvonnassa tämän rajan vetäminen on kuitenkin erityisen haastavaa. Kun valvontaviranomainen havaitsee poikkeavaa kurssikehitystä, sen on kyettävä näyttämään toteen, että epäilyjen kauppajen taustalla oli kielletty tietovuoto eikä sijoittajan onnekas tai taitava markkina-analyysi. Tämä näyttöongelma korostuu etenkin vuotoepäilyissä, joissa tiedon siirtymisestä yhtiön sisäpiiriläiseltä ulkopuoliselle ei välttämättä jää selkeää kirjallista jälkeä. Jotta vuotoepäilyjen hallintaa ja näyttöongelmia

¹⁷ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, johdanto kohta 28

¹⁸ Cheynel & Levine 2020, johdanto

¹⁹ Hansen 2017, s.378

voidaan ymmärtää yrityksen ja valvojan kannalta, on syvennyttävä siihen, miten MAR-sääntelykehys tarkalleen määrittelee sisäpiiritiedon ja sen luvattoman ilmaisemisen.

3 MAR-kehys: sisäpiiritieto ja tiedon hallinta

3.1 MAR-asetuksen tavoitteet ja markkinaintegriteetti

Arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn keskeisin oikeuslähde Euroopan unionissa on markkinoiden väärinkäyttöasetus 596/2014. Sen tarkoituksena on luoda yhdenmukainen ja vahva oikeudellinen kehys, jolla torjutaan markkinoiden väärinkäyttöä ja varmistetaan rahoitusmarkkinoiden tehokas toiminta. Asetuksen päätavoite on turvata markkinoiden eheys ja yleisön luottamus, jotka ovat keskeisiä edellytyksiä aidoille ja tehokkaille rahoitusmarkkinoille sekä talouskasvulle.²⁰ MAR-asetus ei pyri ensisijaisesti suojelemaan yksittäisiä sijoittajia mahdollisilta tappioilta, vaan sääntelyn suojeleobjektina on arvopaperimarkkina instituutiona²¹. Jos sijoittajat kokevat järjestelmän suosivan sisäpiiriläisiä, luottamus markkinoiden eheyteen murtuisi ja markkinat menettäisivät kykynsä houkutella pääomaa.

Luottamus edellyttääkin tasapuolisia toimintaedellytyksiä. Kotimaisessa arvopaperimarkkinaoikeudessa on painotettu, että tarkoituksena sisäpiirisääntelyssä on ”vapaamatkustamisen” estäminen eli kellään ei tulisi olla oikeutta hyödyntää epäsymmetristä informaatioetua muiden sijoittajien kustannuksella²². MAR-sääntelyn tarkoituksena onkin nimenomaan estää toimijoiden perusteeton etu²³.

Tavoitteiden saavuttamiseksi MAR rakentuu kahden toisiaan täydentävän oikeudellisen kokonaisuuden varaan: sisäpiirisääntelyyn ja liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen. Sisäpiirisääntelyn tehtävänä on kieltää tiedon hyödyntäminen ja eteenpäin välittäminen sen ollessa julkistamatonta ja

²⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014

²¹ Veil 2022, s.29

²² Knuts & Kanervo 2024, s.855

²³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014

luottamuksellista²⁴. Tiedonantovelvollisuuden tarkoituksena on puolestaan poistaa informaatioepäsymmetriaa vaatimalla yhtiötä julkistamaan tieto markkinoille²⁵.

Vuotoepäily koettelee tätä sääntelykehikkoa äärimmilleen. Kun luottamuksellinen tieto karkaa yhtiön hallinnasta, vaarantuu sekä markkinoiden eheys että sijoittajien välinen tasa-arvo. Jotta yhtiö tai valvontaviranomainen voi arvioida, onko sääntelyn asettamia säännöksiä rikottu tai yhtiön julkistamisvelvollisuus täyttynyt, on ensin kyettävä määrittämään, täyttääkö vuotanut tieto sisäpiiritiedon juridiset tunnusmerkit.

3.2 Sisäpiiritiedon tunnusmerkit

Jotta MAR-asetuksen asettamat kiellot ja yhtiön julkistamisvelvollisuudet aktivoituisivat, on markkinoilla liikkuvan tai vuotaneen tiedon täytettävä sisäpiiritiedon oikeudelliset tunnusmerkit. Vaikka informaatio olisi yhtiölle taloudellisesti merkittävää, sitä ei pidetä oikeudellisesti sisäpiiritietona, ellei MAR:n 7 artiklan kohdan 1 edellytykset täyty. Sisäpiiritiedon on oltava luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja sillä on oltava todennäköisesti huomattava vaikutus kyseisen rahoitusvälineen hintaan²⁶. Vuotoepäilyjä arvioitaessa kriteereistä vaivattomimpia ovat tyyppillisesti tiedon julkistamattomuus ja sen liittyminen liikkeeseenlaskijaan. Sen sijaan rajanveto ja oikeudelliset haasteet kiteytyvät tiedon täsmällisyyteen ja olennaiseen hintavaikutukseen.

Tiedon täsmällisyyttä arvioidaan sen perusteella, viittaako tieto ilmenneisiin olosuhteisiin tai tapahtuneeseen tapahtumaan tai sellaisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai tapahtuvan²⁷. Tiedon on myös oltava riittävän yksityiskohtaista, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä sen mahdollisesta hintavaikutuksesta.

²⁴ Ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artiklat 8 ja 10

²⁵ Ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 17

²⁶ Ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 7 kohta 1

²⁷ Ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 7 kohta 2

Euroopan unionin tuomioistuin (EUT) on oikeuskäytännössään vahvistanut, että myös pitkälle viedyn prosessin yksittäinen vaihe, kuten neuvotteluiden aloittaminen, voi muodostaa täsmällistä tietoa²⁸. Täsmällisyysvaatimus erottaa sisäpiiritiedon markkinoilla liikkuvista huhuista ja pelkästä spekulatiosta²⁹. Jotta tieto täyttäisi MAR:n asettamat edellytykset ja sen luvaton ilmaiseminen olisi rangaistavaa, sen on perustuttava tosiseikkoihin, edellyttämättä kuitenkaan täyttä varmuutta.

Toinen keskeinen ja arviointia vaativa kriteeri on tiedon olennainen hintavaikutus, joka tarkastellaan niin sanotun järkevän sijoittajan testin avulla. Tiedolla katsotaan olevan olennainen vaikutus, jos järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi kyseistä tietoa yhtenä sijoituspäätöksensä perustana.³⁰ Hintavaikutuksen arviointi on tehtävä *ex ante* eli etukäteen niiden tietojen perusteella, jotka olivat käytettävissä sillä hetkellä, kun sijoituspäätös tehtiin, ei sen perusteella, mitä pörssissä tapahtui tiedon julkistamisen jälkeen. Sijoittajan ei kuitenkaan tarvitse pystyä päättelemään kurssiliikkeen tarkkaa suuntaa, vaan riittää että tieto on sijoituspäätöksen kannalta relevanttia.³¹

Yrityksen tiedonhallinnan ja compliance-toimintojen näkökulmasta nämä tunnusmerkit asettavat huomattavan haasteen. Kun yhtiö kohtaa vuotoepäilyn, sen on kyettävä arvioimaan nopeasti, täyttääkö vuotanut tieto sisäpiiritiedon kriteerit. Mikäli tunnusmerkit täyttyvät, tieto on juridisesti sisäpiiritietoa. Onkin tarkasteltava sitä mekanismeja, jolla asetus pyrkii estämään täsmällisen tiedon vuotamisen markkinoille ja hyödyntämisen muiden kustannuksella eli luvattoman ilmaisemisen kieltoa.

²⁸ Euroopan unionin tuomioistuin, C-19/11

²⁹ Knuts 2011, s.31-32

³⁰ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 7 kohta 4

³¹ Euroopan unionin tuomioistuin, C-628/13

3.3 Kielletty toiminta: luvaton ilmaiseminen

Kun liikkeeseenlaskijan hallussa oleva informaatio täyttää MAR-asetuksen 7 artiklan mukaiset sisäpiiritiedon tunnusmerkit, sen käsittelyä alkaa ohjata salassapitovelvollisuus. Luvaton ilmaiseminen tapahtuu silloin, kun henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän paljastaa kyseisen tiedon toiselle henkilölle. Tarkoituksena on pitää sisäpiiritieto rajatun piirin sisällä ja estää informaatioepäsymmetria markkinoilla ennen yhtiön virallista tiedottamista³².

Pääsääntönä on ehdoton ilmaisemiskielto, josta on kuitenkin olemassa yksi tarkkarajainen poikkeus, joka muodostaa pääsääntö-poikkeus-asetelman³³. Tiedon ilmaiseminen ei ole kiellettyä, jos se tapahtuu osana henkilön työn, ammatin tai tehtävien normaalia suorittamista³⁴. EUT on oikeuskäytännössään linjannut tämän poikkeuksen soveltamisalaa erittäin tiukasti. EUT on todennut, että sisäpiiritiedon ilmaisemisen ja ammatillisten tehtävien suorittamisen välillä on oltava läheinen yhteys, ja tiedon ilmaisemisen on oltava ehdottoman välttämätöntä kyseisen tehtävän suorittamiseksi.³⁵

Sisäpiiritietoa ei saa jakaa edes yhtiön sisällä tai toimitusjohtajan ja hallituksen välillä vapaasti, vaan ainoastaan niille henkilöille, jotka välttämättä tarvitsevat kyseistä tietoa työtehtävien kannalta. Kaikki rajatun tarpeen ulkopuolelle menevä tiedon jakaminen on lähtökohtaisesti luvattonta ilmaisemista. Kun sisäpiiriin kuuluva henkilö paljastaa sisäpiiritietoa esimerkiksi perheenjäsenelleen tai muulle yhtiön ulkopuoliselle taholle, kyse on lähes poikkeuksetta MAR 10 artiklan mukaisesta luvattomasta ilmaisemisesta.

Seurauksena tällaisesta tietovuodosta on se, että tiedon vastaanottajasta tulee niin sanottu toissijainen sisäpiiriläinen. Jos tämä taho hyödyntää saamaansa tietoa

³² Knuts 2011, s.262

³³ Knuts 2011, s.262

³⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, 10 artikla

³⁵ Euroopan unionin tuomioistuin, C-384/02

kaupankäynnissä, syntyy ketju, jossa alkuperäinen tiedonhaltija syyllistyy luvattomaan ilmaisemiseen ja tiedon saaja sisäpiirikauppaan. Yhtiön ja markkinavalvojan haasteena on se, että luvaton ilmaiseminen tapahtuu usein täysin piilossa ja epävirallisissa olosuhteissa. Kun markkinoilla tämän seurauksena havaitaan poikkeavaa kaupankäyntiä, on yhtiön kyettävä tekemään nopeasti linjaus sen suhteen, onko kyse todella vuotaneesta sisäpiiritiedosta vai muusta markkinainformaatiosta.

3.4 Markkinainformaation ja sisäpiiritiedon rajanveto

Vuotoepäily tilanteessa yhtiön ja valvontaviranomaisen on kyettävä tekemään rajanveto markkinainformaation ja sisäpiiritiedon välillä MAR-asetuksen asettamien juridisten kriteerien pohjalta. Rajanveto on kriittinen, sillä vain sisäpiiritiedoksi luokiteltu informaatio laukaisee laittoman ilmaisemisen kiellon sekä yhtiön julkistamisvelvollisuuden. Yleinen markkinainformaatio tai huhut eivät nauti sääntelyn suojaa, eikä liikkeeseenlaskijalla ole lähtökohtaisesti velvollisuutta kommentoida tai oikaista asiaa³⁶. Spekulaatio ei myöskään muutu sisäpiiritiedoksi, vaikka se pitäisi paikkaansa.

Sallitun markkinainformaation ja kielletyn sisäpiiritiedon välinen raja määrittyy ensisijaisesti tiedon täsmällisyyden kautta. Markkinainformaatio ylittää tämän rajan ja muuttuu epäilyksi sisäpiiritiedon vuotamisesta vasta silloin, kun se sisältää sellaisia yksityiskohtia, jotka pitävät suurelta osin paikkaansa ja niitä ei voida päätellä julkisia tietoja analysoimalla. Tiedon on myös vaikuttava olennaisesti yhtiön arvopapereiden arvoon.³⁷ Tämä vaatimus suojaa yhtiötä siltä, ettei sen tarvitse paljastaa keskeneräisiä hankkeita ja tietoja pelkkien ”onnekkaiden arvausten” perusteella.

³⁶ Parkkonen & Knuts 2014, s.224

³⁷ Parkkonen & Knuts 2014, s.224

Kun markkinoilla kiertävä tieto katsotaan riittävän täsmälliseksi ja sen epäillään vuotaneen yhtiöstä, on arvioitava tiedosta syntyvää informaatioetua. Keskeistä on erottaa toisistaan laillinen tiedonhankinta ja sisäpiiritiedosta syntyvä epäoikeudenmukainen etu. EUT:n oikeuskäytännössä on linjattu, että laittoman informaatioedun ytimessä on nimenomaan toisten tietämättömien sijoittajien kustannuksella saavutettu perusteeton hyöty³⁸. Sallittu ja ahkera markkina-analyysi, vaikka se johtaisi ylivertaisiin johtopäätöksiin, edistää markkinoiden tehokkuutta, kun taas sisäpiiritiedon vuotamisesta syntyvä etu rikkoo sijoittajien välistä tasapuolisuutta ja vaarantaa markkinoiden eheyden.

Vuotoepäilytilanteessa tämän epäoikeudenmukaisen edun tunnistaminen muuttaa yhtiön aseman. Kun markkinahuhu on tarpeeksi täsmällinen, että sen katsotaan perustuvan laittomaan informaatioetuun, yhtiö ei voi enää vedota huhun hypoteettisuuteen tai oikeuteensa vaieta. Riittävän täsmällinen huhu on vahva indikaattori siitä, että tiedon luottamuksellisuus on menetetty. Tällöin sääntelyn painopiste siirtyy välittömästi yhtiön intressien suojaamisesta sijoittajien tasapuolisen tiedonsaannin turvaamiseen ja lykkäämisedellytykset raukeavat.³⁹

Tämä rajanveto sallitun markkinainformaation ja luottamuksellisuutensa menettäneen sisäpiiritiedon välillä asettaa yhtiön tiedonantopolitiikalle haastavat kriteerit. Rajanvedon juridisten kriteerien täyttäminen ei toteudu pelkällä lainsäädännön jälkikäteisellä tulkinnalla, vaan se edellyttää liikkeeseenlaskijan ennakoivaa tiedonantostrategiaa ja selkeitä sisäisiä menettelytapoja vuotoepäilyjen tunnistamiseksi.

³⁸ Euroopan unionin tuomioistuin, C-45/08

³⁹ ESMA 2020, MAR Review report, s.55-71, erityisesti kohdat: 159, 185, 203 & 238

4 Vuotoepäily ja yhtiön velvollisuudet

4.1 Tiedonantopolitiikka ja valvontavelvollisuus

Oikeudellisten rajanvetojen siirtäminen käytännön toimenpiteiksi edellyttää liikkeeseenlaskijalta systemaattista organisoitumista. Kuten aiemmin on todettu, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukainen luottamuksellisuuden menettämisen arviointi ei voi perustua yhtiön satunnaiseen reagointiin, vaan se vaatii jatkuvaa sisäisen tiedon ja ulkoisen markkinainformaation välistä vertailua. Tämä kytkee sisäpiirisääntelyn osaksi yhtiön laajempaa tiedonantopolitiikkaa ja hallintoa.

Yhtiön tiedonantovelvollisuuden luonnetta on arvioitu erityisesti aktiivisuuden näkökulmasta. Perinteisesti tiedonantovelvollisuus on saatettu mieltää enemmän viestinnälliseksi kysymykseksi. Kyse on kuitenkin vaativammasta juridisesta compliance-funktiosta. Kuten Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen raportista käy ilmi, MAR ei ainoastaan velvoita yhtiötä julkistamaan tietoa vuototilanteissa, vaan asettaa vaatimuksia ylläpitämään sisäisiä valvontajärjestelmiä ja menettelytapoja, joilla markkinakohinaa ja mahdollisia vuotoja kyetään tunnistamaan ja valvomaan.⁴⁰ Punnittaessa yhtiön tiedonantovelvollisuutta suhteessa arvopaperimarkkinoiden eheyden suojaan on selvää, että sääntely ei salli liikkeeseenlaskijalta passiivista tietämättömyyttä. Yhtiön onkin rakennettava aktiivinen ”tutka” eli jatkuvaan seurantaan perustuva valvontamekanismi omien hankkeidensa luottamuksellisuuden valvomiseksi.⁴¹

⁴⁰ ESMA, Final Report 2016/1130, s.6-7. Raportissa korostetaan sisäisten menettelytapojen ja tiedonkulkua kontrolloivien järjestelmien ylläpitoa. Myös kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa on korostettu, että sisäpiirisääntely asettaa yhtiölle aktiivisia toimintavelvoitteita ja edellyttää luotettavia menettelytapoja. Ks. Knuts & Kanervo 2024, s.905-906 & s.925

⁴¹ ESMA 2020, MAR Review report, s.71 kohdat 234 & 235. ESMA korostaa, että vähäiset ilmoitukset julkistamisen lykkäämisestä voivat kertoa liikkeeseenlaskijoiden tarpeesta investoida järjestelmiin ja kontrolleihin. Ilman valvontamekanismeja yhtiö todennäköisesti laiminlyö velvollisuuttaan julkistaa sisäpiiritieto mahdollisimman pian.

Käytännössä tämä tutka ja ensisijainen riskienhallinnan väline on yhtiön hallituksen hyväksymä tiedonantopolitiikka. Tiedonantopolitiikka ei ole vain hallinnollinen dokumentti, vaan oikeudellinen instrumentti, jossa määritellään selkeät vastuutahot ja prosessit vuotoepäilyjen käsittelylle. Yhtiöllä on oltava valmius reagoida riittävän täsmällisiin huhuihin viiveettä. Jotta tämä on mahdollista, tiedonantopolitiikassa on oltava ennalta määriteltynä, kuka yhtiössä seuraa markkinainformaatiota, miten nopeasti sisäpiirivastaavat kootaan arvioimaan huhun täsmällisyyttä ja kuka kantaa viimekätisen vastuun lykkäämispäätöksen kaatumisesta.⁴²

Vuotoriskien ennakointi ja tiedonantopolitiikan ylläpito kytkeytyvät MAR-asetuksen ohella myös suoraan osakeyhtiölain (OYL) mukaiseen johdon huolellisuusveloitteeseen. Hallituksen ja toimitusjohtajan on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua, mikä tarkoittaa myös sääntelyriskeiltä suojautumista.⁴³ Puutteellinen tai täysin puuttuva prosessi vuotoepäilyjen hallitsemiseksi voi realisoitua johdon henkilökohtaisena vahingonkorvausvastuuna, mikäli markkinoille pääsee syntymään laiton informaatioetu yhtiön laiminlyönnin seurauksena⁴⁴. Näin ollen vuotoepäilyjen hallinta alkaa juridisesti jo kauan ennen kuin ensimmäistäkään huhua havaitaan markkinoilla.

4.2 Sisäinen selvitys ja luottamuksellisuuden arviointi

Kun yhtiön tiedonantopolitiikan puitteissa rakennettu valvonta havaitsee markkinoilla poikkeavan huhun tai epätavallista kurssikehitystä, riskienhallinnan periaatteet käynnistyvät välittömäksi toimintavelvollisuudeksi. Vuotoepäilyn realisoituessa yhtiön sisäpiirihallinnon on viipymättä käynnistettävä sisäinen selvitys. Ensisijaisena tarkoituksena on arvioida, vastaako markkinakohina tosiasiallisesti jotakin yhtiön salassa pidettävää hanketta, ja onko tämän tiedon luottamuksellisuus murtunut MAR:n 17 artiklassa tarkoitettulla tavalla.

⁴² ESMA 2020, MAR Review report, s.71 kohta 234

⁴³ Osakeyhtiölaki 624/2006, 1:8

⁴⁴ Ks. Knuts & Kanervo s.905-906, AML 16:1 & OYL 22:1

Tämä arviointiprosessi asettaa yhtiön johdon juridisen ja strategisen paineen alle. Johdon on punnittava vastakkain hankkeen kaupallisia intressejä ja sääntelyn asettamia julkistamisvaatimuksia. Keskeneräisen ja luottamuksellisen yrityskaupan ennenaikainen paljastuminen voi vaarantaa koko hankkeen toteutumisen, mikä on yhtiön oikeutettujen etujen vastaista. Toisaalta MAR-asetuksen 17 artikla ei anna sijaa kaupalliselle harkinnalle, sillä jos sisäpiiritiedon luottamuksellisuutta ei voida enää taata, tieto on julkistettava yleisölle mahdollisimman pian.⁴⁵

Kuten aiemmin on todettu, liikkeeseenlaskijalla ei lähtökohtaisesti ole velvollisuutta reagoida perusteettomiin markkinahuhuihin. Tämän lähtökohdan ja valvontakäytännön välinen jännite perustuu luottamuksellisuuden säilymisen arviointiin. Punnittaessa yhtiön suojaintressiä suhteessa markkinoiden eheyteen, eurooppalainen valvontakäytäntö vetää tiukan rajan. Käytännössä on punnittu sitä, missä vaiheessa yhtiön oikeus suojella keskeneräistä hankettaan väistyy sijoittajien tiedonsaantioikeuden tieltä. ESMA on ottanut tähän tiukan linjan todetessaan, että riittävän täsmällinen huhu on itsessään osoitus luottamuksellisuuden menettämisestä ja laukaisee julkistamisvelvollisuuden⁴⁶.

Sisäisessä selvityksessä yhtiön johto joutuu tekemään oikeudellisen vertailun. Sen on peilattava markkinoilla kiertävän huhun yksityiskohtia yhtiön ylläpitämään sisäpiiriluetteloon ja neuvotteluasiakirjoihin. Jos markkinainformaatio osoittautuu analyysissä puhtaaksi arvaukseksi tai se on olennaisilta osin virheellistä, yhtiö voi jatkaa hankkeen valmistelua julkistamatta tietoja. Mikäli markkinahuu sisältää hankkeen todellisia, ei-julkisia tietoja, liikkeeseenlaskija ei voi enää vedota tiedon luottamuksellisuuteen julkistamisen lykkäämisedellytyksenä. Tällöin velvollisuus julkistaa tieto astuu voimaan, vaikka hanke olisi vielä keskeneräinen.

⁴⁵ Oikeutettujen etujen vaarantuminen keskeneräisten neuvotteluiden osalta, ks. Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, artikla 17 sekä ESMA 2022, Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet, luku 5, ohje 1, kohta 10a.

⁴⁶ ESMA 2020, MAR Review report, s.65 kohta 203 & s.71 kohta 238

Luottamuksellisuuden arviointi on arvopaperimarkkina- ja yhtiöoikeuden risteyskohta, jossa testataan OYL 1:8:n mukaista johdon huolellisuusvelvoitetta. Mikäli yhtiön hallitus tai toimitusjohtaja viivyttää sisäisen selvityksen tekemistä tai tulkitsee huhun ”riittävän täsmällisyyden” kynnystä tahallisesti liian korkeaksi, laiminlyö johto tällöin velvollisuuttaan markkinoita kohtaan ⁴⁷. Tällaisessa tilanteessa yhtiö sallisi passiivisuudellaan epäoikeudenmukaisen informaatioedun hyödyntämisen niille sijoittajille, jotka käyvät kauppaa vuotaneen tiedon perusteella. Siksi sisäisen selvityksen on oltava ei ainoastaan nopea, vaan myös objektiivinen. Johdon on pystyttävä irrottautumaan hankkeen kaupallisista intresseistä ja tehtävä päätös luottamuksellisuuden murtumisesta puhtaasti sääntelyn asettamien kriteerien ja sijoittajien tasapuolisen kohtelun perusteella.

4.3 Sisäpiiritiedon julkistaminen ja lykkäämisedellytysten raukeaminen

Kun sisäisessä selvityksessä on jouduttu toteamaan luottamuksellisuuden menettäminen, yhtiön on MAR-asetuksen 17 artiklan 7 kohdan nojalla julkistettava vuototiedote mahdollisimman pian. Tässä vaiheessa vuotoepäilyn hallinta siirtyy sisäisestä arvioinnista ulkoiseen viestintään ja markkinoiden asymmetrian korjaamiseen.

Oikeudellisesti kriittisimmäksi kysymykseksi muodostuu tällöin tiedonantovelvollisuuden laajuus ja sisältö. Yhtiön johto on tilanteessa, jossa hankkeen, esimerkiksi yrityskaupan, ehdot voivat olla vielä avoimia, mutta markkinoilla liikkuva tieto pakottaa julkistamisen. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa Kanervo & Knuts korostavat AML:n 1:4:n yleistä periaatetta, jonka mukaan yhtiöllä on velvollisuus pitää tasapuolisesti saatavilla riittävät tiedot seikoista, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa

⁴⁷ Arvopaperimarkkinaoikeudellisten velvoitteiden laiminlyönti, kuten viivyttely MAR 17 artiklan edellyttämässä julkistamisessa vuototilanteessa, voi realisoida paitsi hallinnollisia sanktioita myös yhtiön johdon vahingonkorvausvastuun OYL 22 luvun & AML 16 luvun mukaisesti.

arvopaperin arvoon⁴⁸. Punnittaessa yhtiön liikesalaisuuden suoja suhteessa tähän periaatteeseen on havaittavissa, että sääntelyn painopiste on siirtynyt yhtiön autonomiasta sijoittajien päätöksenteon tukemiseen. Tarkoituksena on varmistaa, että sijoittajilla on käytettävissään luotettavat ja kattavat tiedot perustellun arvion tekemiseksi⁴⁹. Tämä asettaa yhtiölle ehdottoman rajapinnan, missä yhtiö ei voi julkistaa vain karkeaa vahvistusta neuvotteluiden olemassaolosta markkinoiden rauhoittamiseksi, vaan sen on paljastettava ne keskeiset elementit, jotka tekivät alkuperäisestä tiedosta sisäpiiritietoa.

Tässä kiteytyy se talousoikeudellinen ja riskienhallinnallinen jännite, jota yhtiön tiedonantopolitiikalla mitataan. Kun sääntelyn tavoitteena on sijoittajien tasapuolisuuden varmistaminen, lainsäätävä pakottaa yhtiön paljastamaan korttinsa enneaikaisesti. Johto joutuu tällöin punnitsemaan, kuinka antaa markkinoille juridisesti riittävä tieto, ilman että julkistus tuhoaa neuvotteluiden kaupallisen perustan. Tämä punninta ratkeaa lähes poikkeuksetta avoimuuden hyväksi: oikeusdogmaattisesti arvioituna markkinoiden informaatiotehokkuus ja sijoittajien luottamus ohittavat yhtiön intressin suojella keskeneräisiä hankkeitaan.

Tämän intressiriidan ratkaiseminen edellyttää myös, että vuototiedotteen antaminen on kytketty tiukasti yhtiön tiedonantopolitiikkaan. Käytännön tasolla huolellisesti toimiva johto varautuu lykkäämisedellytysten raukeamiseen laatimalla jo lykkäämispäätöstä tehdessään valmiin tiedoteluonnoksen (ns. hyllytiedote) mahdollisen tietovuodon varalle. Tämä ennalta valmisteltu asiakirja varmistaa, että yhtiö kykenee noudattamaan MAR-asetuksen vaatimusta ”mahdollisimman pian” tapahtuvasta julkistamisesta ilman, että paineen alla sorrutaan puutteelliseen tai harhaanjohtavaan tiedonantoon. Tiedonantovelvollisuuden realisoituessa ainoaksi lailliseksi suojakeinoksi yhtiölle jää etukäteinen varautuminen.

⁴⁸ Knuts & Kanervo 2024, s.879

⁴⁹ Knuts & Kanervo 2024, s.895

5 Yhteenveto ja johtopäätökset

5.1 Keskeiset havainnot

Tutkielman tarkoituksena on ollut selvittää, miten markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa määritellään raja sallitun markkinainformaation ja kielletyn sisäpiiritiedon välillä, ja miten luottamuksellisuuden murtuminen vaikuttaa pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuuteen vuotoepäilytilanteessa. Tutkielman keskeisenä havaintona todetaan, että raja markkinakohinan ja säännellyn sisäpiiritiedon välillä ei ole staattinen, vaan se tiivistyy markkinoilla kiertävän tiedon täsmällisyyteen ja siitä syntyvään epäoikeudenmukaiseen etuun.

Lisäksi tarkastelu osoittaa, että perusteettomat markkinahuhut eivät lähtökohtaisesti nauti MAR-asetuksen suojaa, mutta informaatio muuttuu juridiseksi sisäpiiritiedoksi ja kielletyksi informaatioeduksi, kun se sisältää sellaisia yksityiskohtia, joiden perusteella sijoittaja voi tehdä johtopäätöksiä tiedon mahdollisesta hintavaikutuksesta. Havaittiin, että tämän rajanvedon ytimessä on oikeuspoliittinen valinta: sääntely ei suojele markkinoita informaatioepäsymmetrialta, koska sijoittajien sallittu analyysi jopa edellyttää sitä, vaan sääntely puuttuu ainoastaan tilanteisiin, joissa etu saavutetaan epäoikeudenmukaisesti yhtiön luottamuksellisen tiedon kustannuksella. Jos markkinoilla liikkuva tieto asettaa tietyt toimijat perusteettomaan etulyöntiasemaan, sääntelyn painopiste siirtyy automaattisesti yksittäisen sijoittajan tai yhtiön intresseistä koko markkinoiden eheyden turvaamiseen.

Punnittaessa yhtiön oikeutta suojella keskeneräisiä hankkeitaan ja sijoittajien tiedonsaantioikeutta vastakkain todettiin, että eurooppalainen oikeus- ja valvontakäytäntö vetää tilanteeseen tiukan ja ehdottoman rajan sijoittajansuojan hyväksi. Johtopäätöksenä voidaan todeta, että asetelma on liikkeeseenlaskijan kannalta ankara. Vaaka kallistuu poikkeuksetta avoimuuden hyväksi sillä hetkellä, kun riittävän täsmällinen huhu osoittaa luottamuksellisuuden vaarantuneen. Tällöin lainsäätäjän intressi markkinoiden tehokkuudesta syrjäyttää yhtiön kaupalliset salassapitointressit, ja

yhtiölle syntyy välitön oikeudellisesti sitova velvollisuus oikaista markkinoiden asymmetria vuototiedotteella.

5.2 Käytännön merkitys ja jatkotutkimus

Nykyaikainen tiedonantovelvollisuus ei ole pelkkä viestinnällinen tai hallinnollinen tehtävä, vaan vaativa juridinen compliance-toiminto. Tutkielma osoittaa, että yhtiön hallituksen ja toimitusjohtajan yhtiöoikeudellinen huolellisuusvelvoite OYL 1:8 muuttaa kriisitilanteissa muotoaan. Johdon on kyettävä asettamaan sääntelyriskin hallinta ja sijoittajien tasapuolinen kohtelu jopa yhtiön kaupallisten intressien edelle, sillä viivytys sisäpiirisääntelyn noudattamisessa vaarantaa vakavimmillaan yhtiön markkinaluottamuksen.

Käytännön riskienhallinnan näkökulmasta korostetaan ennakoivien menetelmien, kuten hyllytiedotteiden ja aktiivisen markkinaseurannan tärkeyttä. Passiivinen suhtautuminen markkinahuhuihin ei ole sääntelyn valossa kestävä, vaan yhtiöllä on oltava valmius reagoida luottamuksen murtumiseen välittömästi. Objektivisen sisäisen selvityksen viivytys tai puutteellinen varautuminen voi realisoida paitsi markkinahäiriöitä, myös merkittäviä hallinnollisia sanktioita ja johdon vahingonkorvausriskejä. Tiedonantopolitiikka muodostaakin yhtiön keskeisimmän juridisen suojan sääntelyn asettamaa painetta vastaan.

Tutkielma on keskittynyt täsmällisten huhujen ja luottamuksellisuuden murtumisen väliseen rajanvetoon, ja aihealue tarjoaa hedelmällisen pohjan jatkotutkimukselle. Jatkotutkimuksessa olisi syytä tarkastella syvemmin osittain paikkansapitävien huhujen oikeudellista luonnetta, kuten miten yhtiön tiedonantovelvollisuus ja lykkäämisedellytykset käyttäytyvät tilanteessa, jossa markkinoille vuotanut sisäpiiritieto sekoittuu virheelliseen spekulatioon. Toinen merkittävä tutkimuslinja liittyy moderniin mosaiikkiteoriaan ja vaihtoehtoisen datan käyttöön. Kun sijoittajien analyysimenetelmät kehittyvät ja data mahdollistaa entistä tarkemmat johtopäätökset yhtiön tilasta ilman

varsinaista tietovuotoa, perinteinen käsitys sisäpiiritiedon rajoista joutuu koetukselle. Näiden teknologisten ja juridisten rajapintojen tutkiminen on jatkossa keskeistä arvopaperimarkkinoiden läpinäkyvyyden ja sääntelyn ajantasaisuuden varmistamiseksi.

Lähteet

Arvopaperimarkkinalaki 14.12.2012/746. Finlex. Noudettu 22.4.2026 osoitteesta

<https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/2012/746>

Cheyne, E. & Levine C. (2020, 1. tammikuuta). *Public Disclosure and Information Asymmetry: A Theory of the Mosaic*. American Accounting Association.

<https://doi.org/10.2308/accr-52447>

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen. (2016, 13. heinäkuuta). *Final Report: Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information*. ESMA. Noudettu 20.4.2026 osoitteesta

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen. (2020, 23. syyskuuta). *Mar Review report*.

ESMA. Noudettu 26.4.2026 osoitteesta

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-2391_final_report_-_mar_review.pdf

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen. (2022, 13. huhtikuuta). *Markkinoiden väärinkäyttöasetusta koskevat ohjeet: Sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ja vakavaraisuusvalvontaan liittyvät toimet*. ESMA. Noudettu 22.4.2026

osoitteesta https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-156-4966_mar_gls-delay_in_the_disclosure_of_inside_information_fi.pdf

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

kumoamisesta. Eur-Lex. Noudettu 18.2.2026 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/ALL/?uri=CELEX:32014R0596>

Euroopan unioni. (2005, 22. marraskuuta). *Yhteisöjen tuomioistuimen tuomio: C-384/02*. EUR-Lex. Noudettu 26.03.2026 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A62002CJ0384&qid=1775730600244>

Euroopan unioni. (2009, 23. joulukuuta). *Unionin tuomioistuimen tuomio: C-45/08*. EUR-Lex. Noudettu 17.04.2026 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/ALL/?uri=CELEX%3A62008CJ0045>

Euroopan unioni. (2012, 21. maaliskuuta). *Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus: C-19/11*. EUR-Lex. Noudettu 15.03.2026 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=celex%3A62011CC0019>

Euroopan unioni. (2014, 18. joulukuuta). *Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus: C-628/13*. EUR-Lex. Noudettu 15.03.2026 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=celex%3A62013CC0628>

Hansen, J. (2017, 23. elokuuta). *Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR?* De Gruyter. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1515/ecfr-2017-0019>

Hirvonen, A. (2011). *Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Helsingin yliopisto. Noudettu 2.3.2026 osoitteesta <https://helda.helsinki.fi/server/api/core/bitstreams/20149471-38b2-4cc8-94b7-2f6b3feed81d/content>

Knuts, M. (2011). *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*. Talentum.

Knuts, M. & Kanervo, J. (2024). *Yritysoikeus* (5. uud. p.) (s.853-946). Alma Insights .

Meulbroek, L. (1992, joulukuu). *An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading*. American Finance Association. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04679.x>

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624. Finlex. Noudettu 20.4.2026 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/2006/624>

Parkkonen, J. & Knuts, M. (2014). *Arvopaperimarkkinalaki* (5. uud. p.). Talentum.

Rikoslaki 19.12.1889/39. Finlex. Noudettu 28.4.2026 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/1889/39-001>

U.S. Securities and Exchange Commission. (2024, 31. toukokuuta). *Tyler Loudon Litigation Release No. 26013*. Noudettu 19.2.2026 osoitteesta <https://www.sec.gov/enforcement-litigation/litigation-releases/lr-26013>

Veil, R. (2022). *European Capital Markets Law* (3. uud. p.). Hart Publishing.