Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Wilma Haataja

Sijoittajan suojaaminen listautumisen yhteydessä

Liikkeeseenlaskijaan kohdistuvan tiedonantovelvollisuuden merkitys sijoittajansuojalle

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma
Talousoikeuden maisteriohjelma

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO
Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Tekijä: Wilma Haataja
Tutkielman nimi: Sijoittajan suojaaminen listautumisen yhteydessä: Liikkeeseenlaskijaan kohdistuvan tiedonantovelvollisuuden merkitys sijoittajansuojalle
Tutkinto: Kauppatieteiden maisteri
Koulutusohjelma: Talousoikeuden maisteriohjelma
Opintosuunta: Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Työn ohjaaja: Vesa Annola
Valmistumisvuosi: 2025 **Sivumäärä:** **83**

TIIVISTELMÄ:
Arvopaperimarkkinoiden kansainvälistyminen sekä toiminnan vilkastuminen ovat johtaneet arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn kehittämiseen. Tuorein alan uudistus on EU:n Listing Act -lainsäädäntökokonaisuus, jonka tarkoituksena on esitesääntelyyn puuttumalla entisestään syventää jäsenmaiden välisiä pääoman sisämarkkinoita, alentaa listautumiskynnystä ja poistaa pääomanhankintaan liittyviä esteitä. Sääntelyn vaikutukset koskettavat liikkeeseenlaskijoiden lisäksi myös sijoittajia, joiden suojaaminen liikkeeseenlaskijalle kohdistettujen tiedonantovelvollisuuksien avulla on yksi esitesääntelyn keskeisin tavoite. Muutokset saavat luonnollisesti pohtimaan sijoittajien asemaa markkinoilla, etenkin koska sijoittajien tarve saada ajantasaista sekä luotettavaa tietoa on suurimmillaan yhtiön listautuessa.

Listautumisprosessi kulminoituu esitteen laatimiseen, jonka tarkoituksena on mahdollistaa sijoittajalle perustellun sijoituspäätöksen tekeminen. Esite sisältää olennaiset tiedot liikkeeseenlaskijayrityksestä, kaupankäynnin kohteeksi otettavasta arvopaperista sekä siihen liittyvistä riskeistä. Lisäksi esitteen tiivistelmällä on erityinen asema sijoittajien keskuudessa. Tiivistelmä on muodoltaan yksinkertainen ja lyhyt asiakirja, jonka vuoksi erityisesti vähittäissijoittajat hyödyntävät sitä tietolähteenään ja mahdollisuutena perehtyä tarjolla oleviin listautumisanteihin. Lainsäädännössä onkin yhä kasvavissa määrin otettu huomioon ajatus siitä, että millaista, informaatiota sijoittajille tulisi antaa, jotta se olisi ymmärrettävää ja käytännöllistä. Informaation yksinkertaistaminen, esitteen rakenteen selkeyttäminen sekä panostaminen helppokäyttöisyyteen sekä houkuttelevuuteen ovat sijoittajien etu. Lisäksi esitteen mielenkiintoa sekä käytettävyyttä voidaan entisestään kehittää oikeudellisen muotoilun keinoin.

Tutkielman tavoitteena on selvittää liikkeeseenlaskijaa koskevan sääntelyn nykytila sijoittajansuojan näkökulmasta. Tarkoituksena on syventyä yhtiön listautumisprosessia koskevan lainsäädännön niihin elementteihin, joilla pyritään edistämään sijoittajansuojaa ja luottamusta markkinoihin. Tutkielmassa käsitellään liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ensimarkkinoille. Koska tiedonantovelvollisuuteen liittyy kiinteästi informaatio ja sen sääntely, on tutkielmassa käsitelty myös kattavasti informaation merkitystä sijoittajansuojan kannalta. Tutkielman oikeudellinen näkökulma toteutetaan hyödyntämällä lainopillista metodia, jonka lisäksi tutkimuskysymyksien ratkaisemisessa käytetään apuna myös liiketaloudellisia näkökulmia ja lähtökohtia.

AVAINSANAT: arvopaperimarkkinat, sijoittajansuoja, informaatio, tiedonantovelvollisuus, esite, listautuminen

Sisällys

1 Johdanto 6

1.1 Muuttuvat arvopaperimarkkinat 6

1.2 Tutkielman tavoite ja kysymyksenasettelu 8

1.3 Tutkimusmetodi 9

1.4 Lähdeaineisto 11

1.5 Tutkielman rakenne 13

2 Ei-ammattimainen asiakas sijoittajansuojan kohteena 15

2.1 Jako ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin 15

2.2 Sijoittajaluokittelu sijoittajansuojan tutkimusvälineenä 19

2.3 Järkevän sijoittajan standardi ja olennainen tieto 20

3 Informaation rooli listautumisprosessissa 23

3.1 Sijoittajansuoja ja tiedonantovelvollisuudet sääntelyn keskiössä 23

3.2 Arvopaperimarkkinoiden rakenne ja arvopaperin ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle 26

3.3 Listautumisen edellytykset ja informaation rooli ensimarkkinoilla 29

4 Esitesääntely tiedonantovelvollisuuden ilmentymänä 32

4.1 Informaation epäsymmetria 32

4.2 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus 34

4.3 Velvollisuus julkaista esite 38

4.4 Esitteen julkaisemisvelvollisuudesta vapautuminen 42

4.5 Esitteen julkaisemisvelvollisuudesta vapautumisen vaikutukset sijoittajansuojalle 45

4.6 Esitteen tiivistelmä 48

5 Informaation merkitys sijoittajansuojalle 52

5.1 Informaation laatu korvaa määrän 52

5.2 Tiivistelmän merkitys sijoittajansuojalle 57

5.3 Sijoittajan selonottovelvollisuus 61

5.4 Informaatiovelvoitteiden täyttäminen oikeudellisen muotoilun avulla 63

5.5 Markkinoinnissa käytettävä informaatio 67

5.6 Muun lainsäädännön tuki 70

6 Kohti vahvaa ja yhtenäistä sijoittajansuojaa 72

6.1 Yhteenveto ja keskeiset havainnot 72

6.2 Jatkotutkimusaiheet 77

Lähteet 79

Kuviot

Kuvio 1. Informaation määrän sekä vähittäissijoittajien ymmärryksen välinen suhde. 53

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, European Securities and Markets Authority
EU	Euroopan unioni
KKO	Korkein oikeus
KSL	Kuluttajansuojalaki
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä
MiFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista

Oikeustapausluettelo

KKO: 2015:93

1 Johdanto

1.1 Muuttuvat arvopaperimarkkinat

Suomen arvopaperimarkkinoiden vilkastuminen on selkeästi havaittavissa. Yritykset pyrkivät entistä aktiivisemmin hankkimaan sekä vierasta että omaa pääomaa arvopaperimarkkinoilta. Helsingin pörssiin listautui vuonna 2021 yhteensä 29 yhtiötä, mikä teki vuodesta ennätyksellisen.[1] Vastaavasti osakesijoittajien määrä Suomessa on kasvanut aktiivisesti vuodesta 2000 lähtien. Noin joka kuudes suomalainen omistaa pörssiosakkeita ja kymmeniä tuhansia yksityissijoittajia on osallistunut listautumisanteihin.[2] Sijoittamistrendin yltyessä on hyvä kiinnittää huomiota siihen, kuinka sijoittajia suojataan yhtiön listautumisen yhteydessä.

Viimeisten vuosikymmenien aikana Suomen arvopaperimarkkinoiden läpikäymä muutos kansainvälistymisen ja rakennemuutoksen seurauksena on ollut merkittävä. Kaikesta huolimatta arvopaperimarkkinoiden perimmäiset tavoitteet ja tehtävät ovat edelleen samat. Arvopaperimarkkinat toimivat varojaan sijoittavien sijoittajien ja pääomaa tarvitsevien yhtiöiden kohtaamispaikkana, jonka toimivuuden edellytyksenä on sijoittajan luottamuksen säilyttäminen.[3] Sijoittajien on voitava luottaa saamansa tiedon totuudenmukaisuuteen. Tämän lisäksi sijoittajilla oikeus saada tasapuolisesti ja johdonmukaisesti tiedot seikoista, joilla on olennainen vaikutus arvopaperin arvoon.[4] Markkinoiden puolueettomuus, markkinaosapuolien tiedonantovelvollisuus sekä näiden vaatimuksien avulla toteutuva sijoittajansuoja ovat arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn perusta, mikä turvaa pääomamarkkinoiden tehokkaan toiminnan.[5]

---

[1] Pörssisäätiö 2021.
[2] Pörssisäätiö 2024a; Pörssisäätiö, 2021.
[3] HE 32/2012, s. 9.
[4] HE 32/2012, s. 11.
[5] Parkkonen & Knuts 2014, s.2; Huovinen 2004, s. 4

Luotettavat arvopaperimarkkinat ovat myös talouskasvun ja vaurauden lähtökohta, jonka edistämiseksi listautumiseen kohdistuvaa sääntelyä on tehostettu.[6] Yhtiöiden listautumisesta on pyritty tekemään koko Euroopan unionin alueella houkutteleva keino pääoman ja vaihtoehtoisen rahoituksen hankkimiseksi, joka samalla edistää EU:n tavoitteita markkinakeskeisestä rahoitusjärjestelmästä. Pääasiassa julkisten markkinoiden houkuttelevuutta on lisätty sääntelyä keventämällä ja vähentämällä liikkeeseenlaskijoihin kohdistuvia velvollisuuksia. Tuoreimpana uudistuksena esiin voidaan nostaa EU:n Listing Act -lainsäädäntökokonaisuus, jonka Euroopan unionin neuvosto on hyväksynyt lokakuussa 2024. Listautumissäädös kuuluu osaksi toimenpidekokonaisuutta, jolla Euroopan parlamentti pyrkii entisestään syventämään jäsenmaiden välisiä pääoman sisämarkkinoita. Sen keskeinen tavoite on yksinkertaistaa listautumisprosessia ja siihen liittyviä sääntöjä. Säädöksellä vähennetään muun muassa hallinnollisia rasitteita sekä kustannuksia, mutta pyritään siitä huolimatta säilyttämään avoimuus, sijoittajansuoja sekä markkinoiden luotettavuus.[7]

Listautumista edistävä ja siihen kannustava sääntely on ollut myös Suomessa lähtökohtana. Tämä huomio on kirjattu hallituksen esitykseen eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.[8] Sen mukaan arvopaperimarkkinalainsäädännön tulee ajaa suomalaisilla markkinoilla toimivien etuja. Vaikuttaa siltä, että listautumiskynnyksen alentaminen ja pääomanhankintaan liittyvien esteiden poistaminen on tavoite, jota Euroopan unioni, Suomi mukaan luettuna, pyrkii edistämään. Luonnollisesti tämä havainto saa pohtimaan sijoittajan asemaa markkinoilla.

Kehityssuunnan vaikutukset ulottuvat liikkeeseenlaskijatahojen lisäksi myös sijoittajiin, joiden tarve saada ajantasaista sekä luotettavaa tietoa on suurimmillaan yhtiön listautuessa. Liikkeeseenlaskijan rooli informaation tuottajana korostuu, kun yrityksen liikkeeseen laskemat arvopaperit otetaan ensimmäistä kertaa kaupankäynnin kohteeksi.

---

[6] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014, s. 1.
[7] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s. 1–2.
[8] HE 32/2012, s. 9–10.

Näissä tilanteissa sijoittajan tekemä sijoituspäätös on yksinomaan yrityksen itsensä antamien tietojen varassa.[9]

1.2 Tutkielman tavoite ja kysymyksenasettelu

Tässä tutkielmassa käsitellään arvopaperimarkkinaoikeuden näkökulmasta yksityisoikeudellisia kysymyksiä. Tutkielman tavoitteena on selvittää liikkeeseenlaskijaa koskevan sääntelyn nykytila sijoittajansuojan näkökulmasta. Tarkoituksena on analysoida ja syventyä yhtiön listautumisprosessia koskevan lainsäädännön niihin elementteihin, joilla pyritään edistämään sijoittajansuojaa ja luottamusta markkinoihin. Näin ollen, tutkielmassa käsitellään etenkin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta ensimarkkinoille, joka rakentuu pitkälti listalleottoesitteen varaan. Koska tiedonantovelvollisuuteen liittyy kiinteästi informaatio ja sen sääntely, on tutkielmassa käsitelty myös kattavasti informaation merkitystä sijoittajille.

Sijoittajan saaman suojantaso on riippuvainen sijoittajan henkilökohtaisista taidoista sekä ominaisuuksista. On luonnollista, että heikommassa asemassa olevaa ei-ammattimaista asiakasta suojataan ammattimaista asiakasta tiukemmin.[10] Tästä syystä tutkielman pääkysymys ja tavoite on rajattu ennen kaikkea ei-ammattimaisen asiakkaan sijoittajansuojan tarkastelemiseen. Toiseksi tarkoituksena on selvittää, millaisia vaikutuksia yhtiön listautumisprosessia koskevan sääntelyn keventämisellä on sijoittajien oikeuksiin ja heidän asemaansa arvopaperimarkkinoilla. Tutkielman aihe on rajattu koskemaan tilanteita, joissa liikkeeseenlaskijan arvopaperit on tarkoituksena ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinapaikalla.

---

[9] Huovinen 2004, s. 13.
[10] Salo-Lahti & Oksaharju 2020, s. 184.

Tutkielman ydinkysymykseksi on muodostunut:

Kuinka arvopaperilain mukaisella liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuudella ensimarkkinoille suojataan ei-ammattimaista sijoittajaa?

Yllä olevan tutkimuskysymyksen ratkaisemisessa hyödynnetään kolmea apukysymystä, joiden avulla voidaan tarkemmin tarkastella liikkeeseenlaskijaan kohdistettua sääntelyä suhteessa sijoittajansuojaan.

I. Minkälainen merkitys informaatiolla on ei-ammattimaisen sijoittajan asemaan arvopaperimarkkinoilla?

II. Millaisia vaikutuksia liikkeeseenlaskijan julkaisemalla esitteellä, ja etenkin esitteestä laaditulla tiivistelmällä voidaan katsoa olevan sijoittajansuojalle?

III. Voiko listautumista koskevan sääntelyn keventyminen heikentää sijoittajansuojaa ja ei-ammattimaisen asiakkaan asemaa markkinoilla?

1.3 Tutkimusmetodi

Tutkielma sijoittuu arvopaperimarkkinaoikeudelliseen ympäristöön, joka luetaan osaksi erityistä yksityisoikeutta. Erityinen yksityisoikeus on hajanainen kokonaisuus, joka voidaan jakaa karkeasti kauppaoikeuteen, ympäristöoikeuteen sekä työoikeuteen.[11] Arvopaperimarkkinaoikeuden voidaan katsoa kuuluvan osaksi yhtiöoikeutta, mutta nykypäivänä myös yhteys informaatio-oikeuteen on kiistaton.[12] Kansainvälisestä näkökulmasta puolestaan arvopaperimarkkinaoikeus luetaan osaksi rahoitusmarkkinaoikeutta yhdessä vakuutusmarkkinoita ja pankkitoimintaa koskevan sääntelyn kanssa. Näiden eriävien näkemysten voidaan katsoa kertovan alan jatkuvasta

[11] Kaisto 2020, s. 9.
[12] Salo 2016, s. 25.

ja nopeasta kehityksestä, joka osaltaan vaikuttaa siihen, ettei arvopaperimarkkinaoikeuden sisällöstä oikeudenalana ole täysin yksimielistä päätöstä. Itsenäisenä oikeudenala arvopaperimarkkinaoikeus on kuitenkin tuore.[13]

Tutkielma toteutetaan aineistopohjaisena eli empiirisenä. Tutkielma on luonteeltaan kvalitatiivinen ja pohjautuu sääntelykokonaisuuden laadun, ominaisuuksien sekä merkityksen tutkimiseen. [14] Oikeustieteellisestä tutkimuksesta puhuttaessa tutkimusmetodissa ei ole kyse kuitenkaan mekaanisesta laskusäännöstä vaan ennemminkin näkökulmasta oikeuteen.[15] Suuressa osassa siviilioikeutta käsittelevistä pro gradu -tutkielmissa oikeudellinen näkökulma on pyritty toteuttamaan lainopillisella eli oikeusdogmaattisella tutkimusmetodilla.[16] Tämä tutkielma ei ole poikkeus niiden joukossa.

Lainoppi tutkii voimassa olevaa oikeutta, jonka tiedonintressinä on tuottaa sitä koskevia perusteltuja tulkinta-, punninta- ja systematisointikannanottoja. Tiedonintressi eli se, mitä tietoa tutkimuksella tavoitellaan, voi olla myös laintulkinnallinen, systematisoiva, sääntelyn vaikutuksia arvioiva tai sääntelyä kehittävä. Tämän tutkielman tarkoituksena on yhtä lailla ottaa kantaa voimassa olevan oikeuden tämänhetkiseen sisältöön vallitsevan lainopin mukaisesti, jolloin keskeiset huomiot liittyvät siihen, kuinka oikeus on tosiallisesti toteutunut ja, kuinka se tulee myös tulevaisuudessa todennäköisesti toteutumaan.[17]

Tutkielma ei kuitenkaan edusta puhtaasti oikeustieteen oppeja, vaan hyödyntää tutkimuskysymyksien ratkaisemisessa myös liiketaloudellisia näkökulmia ja lähtökohtia. Poikkitieteellinen tutkimus mahdollistaa esitesääntelyn ja markkinakäytäntöjen välisten yhtymäkohtien hyödyntämisen, joka puolestaan luo lisäarvoa tutkimukselle. Erityisesti

---

[13] Collin 2020 s. 26–28.
[14] Vilkka 2021, KPL 5.
[15] Aarnio 1997, s. 31.
[16] Miettinen 2016, s.304.
[17] Miettinen 2016, s. 107.

sijoittajan päätöksentekoa ja sen edellytyksiä on tutkittu laajalti erilaisissa rahoitusteoreettisissa tutkimuksissa. [18] Tutkimuksien hyödyntäminen tarjoaa mielenkiintoisia näkökulmia myös tälle työlle.

Lisäksi tutkimuskysymyksien ratkaisemiseen haetaan apua myös oikeudellisesta muotoilusta (legal design), jonka taustalla vaikuttaa muotoiluajattelun (design thinking) keskeiset periaatteet. Muotoiluajattelu voidaan nähdä tehokkaana työvälineenä, joka mahdollistaa markkinoiden, tuotteiden tai palveluiden innovatiivisen uudistamisen. Yksinkertaisesti ajateltuna oikeudellisen muotoilun katsotaankin usein olevan muotoiluajattelua, jota sovelletaan oikeudellisessa ympäristössä.[19]

1.4 Lähdeaineisto

Voimassa olevan oikeuden sisältö selviää ensin säädöksien, lain esitöiden sekä oikeudellisten käytäntöjen kautta ja vasta toissijaisesti oikeuskirjallisuudesta. [20] Tämä keskeinen periaate toimii myös tässä tutkielmassa käytettävien oikeuslähteiden taustalla sekä välineenä voimassa olevan oikeuden tutkimiseksi. Oikeuslähteitä ovat argumentit, joiden kautta oikeudelliset ratkaisut sekä kannanotot perustellaan tai löydetään. Kyse on oikeuslähdeopista, jota voidaan pitää juridisen argumentaation kulmakivenä. Oikeuslähdeoppi tekee eron oikeudellisen sekä ei-oikeudellisen lähteen välille.[21]

Tarkemmin ottaen lähteet voidaan jakaa Aarnion oikeuslähdeopin mukaisesti vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin. Aarniolainen oikeuslähdeoppi perustuu ajatukseen siitä, mitä seuraa tuomarin tai muun lakia tulkitsevan viranomaisen sivuuttaessa ratkaisutoiminnassa tietyn oikeuslähteen.

---

[18] Salo 2016, s. 34.
[19] Ducato 2021, s. 29–30.
[20] Miettinen 2016, s. 153.
[21]Miettinen 2016, s. 114.

Vahvasti velvoittavan oikeuslähteen sivuuttaminen johtaa esimerkiksi lainvastaiseen ratkaisuun.[22]

Tutkielman tavoitteen saavuttamisen kannalta merkitystä annetaan etenkin vahvasti velvoittaville oikeuslähteille, kuten Suomessa voimassa olevalle lainsäädännölle sekä Eurooppa oikeuden sitoville osille. Sitovia osia ovat esimerkiksi asetukset sekä direktiivit.[23] Tutkielman kannalta olennaista on myös lainsäädännön jakautuminen joko pakottaviin tai tahdonvaltaisiin normeihin. Pakottavasta normista ei voi poiketa, kun taas tahdonvaltaisesta normista poikkeaminen on tietyin edellytyksin lain nojallakin sallittua.[24] Erityisesti sijoittajan suojaamiseksi lakiin on säädetty pakottavia normeja, joita käsitellään tarkemmin myöhemmin tutkielmassa.

Suomen lainsäädäntö saa raaminsa yhä kasvavissa määrin Euroopan unionista asetetun sääntelyn perusteella. EU-normisto on normihierarkiassa kansallisten säännöksien yläpuolella, jonka seurauksena näiden lähteiden merkitys sijoittajansuojan kannalta on hyvin oleellinen luoden sille pohjan ja viitekehyksen.[25] Tutkielman tavoitteen näkökulmasta merkittäviä Eurooppa oikeudellisia lähteitä ovat esimerkiksi Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä (esiteasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (MiFID II).

Tutkielmassa käytettäviä heikosti velvoittavia oikeuslähteitä ovat lainvalmisteluaineistot, kuten lakien taustalla olevat hallituksen esitykset. Tutkielmassa hyödynnetään myös tuomioistuimen ennakkoratkaisua, jonka avulla pyritään entisestään vielä vahvistamaan kannanottojen perusteluja. Ennakkoratkaisujen eli prejudikaattien tulkintaa ohjaava vaikutus oikeusyhteisölle on keskeinen. Sallittuihin oikeuslähteisiin puolestaan sisältyy

---

[22] Huovila 2006, s. 25.
[23] Miettinen 2016, s. 116.
[24] Hoppu & muut 2020, s. 18–19.
[25] Hoppu & muut 2020, s. 448–449.

lainoppi, vertailevat argumentit, yleiset oikeusperiaatteet, eettiset ja moraaliset perustelut sekä reaaliset argumentit. Jotta oikeusperiaate saa merkityksen tai painoarvoa muiden oikeuslähteiden tai oikeusnormien tavoin, on sen saatava tukensa lainsäädännöstä, lain esitöistä tai oikeuskäytännöstä.[26]

Arvopaperimarkkinaoikeudellisesta näkökulmasta oikeuslähteiden asema voidaan ilmaista hierarkkisesti neliportaisena listana, johon lukeutuvat EU-tason sääntely, lainsäädäntö, viranomaismääräykset sekä itsesääntely. Erityisesti viranomaismääräyksillä ja alan käytännöillä katsotaan olevan merkittävä rooli oikeuslähteenä. Pörssin säännöt sekä muut elinkeinoelämän luomat normit ovat itsesääntelyä, joiden tavoitteena on täsmentää laissa esiintyviä tulkinnanvaraisia normeja sekä luoda käyttäytymisnormeja.[27]

1.5 Tutkielman rakenne

Tutkielman rakenne on neliportainen jakautuen kuuteen päälukuun. Tutkielma etenee johdannon kautta ensimmäisiin varsinaisiin päälukuihin, joissa esitellään ja määritellään tutkielman keskeiset käsitteet sekä taustoitetaan olennaiset aihealueet. Tämän jälkeen syvennytään ratkaisemaan tutkimuskysymyksiä, joiden yhteenveto päättää tutkielman luvussa kuusi.

Luku kaksi tarkastelee erityisesti sijoittajaluokittelua sekä ei-ammattimaista asiakasta sijoittajansuojan kohteena. Luku kolme puolestaan käsittelee arvopaperimarkkinoita, niiden sääntelyä sekä listautumisen edellytyksiä ja ensimarkkinoille suunnatun informaation roolia. Luvussa neljä syvennytään tutkielman ydinaiheeseen – sijoittajansuojaamiseksi asetettuun liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen sekä

[26] Miettinen 2016, s. 116.
[27] Hoppu & muut 2020, s. 448–449.

esitesääntelyyn. Näitä käsitellään erityisesti keskeisten lakikokonaisuuksien sekä yksittäisten lain säännöksien kautta.

Luku viisi pohjautuu erityisesti luvussa neljä tehtyihin havaintoihin, mutta pyrkii entisestään jalostamaan saatua tietoa ja analysoimaan informaation roolia sijoittajansuojan näkökulmasta. Luku viisi ottaa kantaa myös sijoittajan selonottovelvollisuuteen, jonka läpikäymisessä on hyödynnetty korkeimman oikeuden ratkaisua vuodelta 2015. Lisäksi luvussa paneudutaan oikeudelliseen muotoiluun sekä sen tuomiin mahdollisuuksiin liikkeeseenlaskijan informaatiovelvoitteiden täyttämisessä. Tutkielman viimeinen pääluku sisältää yhteenvedon sekä esittelyn potentiaalisista jatkotutkimusmahdollisuuksista. Viimeisen pääluvun tarkoituksena on vastata tiiviisti tutkimuksen alussa asetettuihin tavoitteisiin ja kysymyksiin.

2 Ei-ammattimainen asiakas sijoittajansuojan kohteena

2.1 Jako ammattimaisiin ja ei-ammattimaisiin asiakkaisiin

Sijoittajan suojaamiseen kohdistuvien tutkimuksien ydin rakentuu usein sijoittajaluokittelun ympärille. Koska sijoittajansuojaa edustavan sääntelyn silmissä sijoittajat eivät ole keskenään tasavertaisia toimijoita, on luokittelun merkitys olennainen. Sen perusteella kaikki sijoittajat jaetaan joko ammattimaisiin tai ei-ammattimaisiin asiakkaisiin heidän kokemuksensa sekä suojan tarpeensa perusteella. Tämä jako toimii pohjana niille menettelytavoille, joita sijoituspalvelun tarjoajan on asiakkaan kanssa noudatettava.[28] Asiakas määritellään sijoituspalvelulain 1 luvussa 23 §:n 4 momentissa. Lain määritelmän mukaan asiakas voi olla joko luonnollinen tai oikeushenkilö, jolle sijoituspalveluyritys tarjoaa sijoitus- ja oheispalveluitaan. [29] Tutkielman tavoitteen saavuttamiseksi, on olennaista tehdä rajanveto näiden kahden eritasoisen sijoittajaryhmän välille ja hahmottaa ei-ammattimaiseen asiakkaaseen kohdistuvan luokittelun rooli osana sijoittajansuojaan kohdistuvaa sääntelyä sekä liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksia.

Ei-ammattimaiset asiakkaat ovat sijoituspalvelulain 23 §:n toisen momentin mukaan muut kuin pykälän ensimmäiseen momenttiin kuuluvat ammattimaiset asiakkaat. Kyseessä on siis ammattimaisen asiakkaan negaatio. MiFID II -direktiivissä ei-ammattimaisiin asiakkaisiin viitataan yksityisasiakkaina [30] , joka on terminä havainnollistavampi kuin sijoituspalvelulain ei-ammattimainen asiakas. Lisäksi yleisessä käytössä on myös termi vähittäissijoittaja, joka rinnastuu myös sekä ei-ammattimaiseen asiakkaaseen että yksityisasiakkaaseen. [31] Näiden edellä mainittujen termien rinnakkaiskäyttö on myös havaittavissa tässä tutkielmassa. Ei-ammattimaisen asiakkaan

[28] HE 32/2012, s. 11.
[29] Sijoituspalvelulaki 747/2012, 1 luku 23 §.
[30] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/381
[31] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/15–16; Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809, s.27 & 32

määritelmän luonteesta johtuen luokittelua on syytä lähestyä ammattimaisen asiakkaan määrittelyn kautta.

Ammattimaisten asiakkaiden ryhmä muodostuu pääasiassa institutionaalisista sijoittajista. Tähän ryhmään kuuluvilla katsotaan olevan riittävästi kokemusta, tietämystä ja asiantuntemusta itsenäisten sijoituspäätöksien tekoon. Sen lisäksi ammattimainen asiakas osaa arvioida asianmukaisesti myös mahdolliset riskit, jotka sijoituspäätöksestä voi seurata.[32] Sijoituspalvelulain 1 luvun 23 §:n 1 momentin mukaan ammattimaisia asiakkaita ovat rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavat tai muulla tavoin säännellyt yhteisöt, kuten sijoituspalveluyritykset, luottolaitokset, vakuutusyhtiöt, työeläkevakuutusyhtiöt, arvopaperipörssi, rahastoyhtiöt, säilytysyhteisöt, vaihtoehtorahastojen hoitajat sekä arvopaperikeskukset. Myös vastaavat ulkomaiset viranomaisvalvonnan alaiset yhteisöt luetaan tähän kategoriaan.

Sijoituspalvelulain 1 luvun 23 § kattaa lisäksi ryhmän muita ammattimaisia asiakkaita. Tällaisia ovat 23 § momentin yksi kohdan kaksi mukaan suuryritykset, joiden viimeksi päättyneeltä täydeltä tilikaudelta laadittu tilinpäätös täyttää tietyt lain mukaiset edellytykset. Myös muun muassa seuraavat instituutiot ovat ammattimaisia asiakkaita: Suomen valtio, ulkomaiset valtiot ja osavaltiot, Euroopan keskuspankki, Suomen pankki sekä siihen rinnastettava ulkomainen keskuspankki ja muut kansainväliset yhteisöt sekä organisaatiot. [33] Vastaavasti yhteisösijoittaja päätoimialanaan rahoitusvälineisiin sijoittaminen on sijoituspalvelulain 1 luvun 23 § mukainen ammattimainen asiakas.

Edellä mainitun listauksen lisäksi myös muun asiakkaan voidaan katsoa olevan ammattimainen asiakas. Sijoituspalvelulain 23 §:n 1 momentin kohdan 6 mukaisesti, sijoituspalveluyritys voi kohdella asiakasta ammattimaisena asiakkaana, jos asiakas itse näin pyytää. Asiakkaan oma pyyntö ei ole kuitenkaan itsessään vielä riittävä osoitus ammattimaisuudesta. Sijoituspalveluntarjoajan on ennen suostumustaan asiakkaan

---

[32] Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/483–485
[33] Sijoituspalvelulaki 747/2012, 1 luku 23 §.

pyyntöön selvitettävä, että asiakas täyttää 1 luvun 23 §:n 2 momentin vaatimuksista vähintään kaksi: a) asiakkaan on tullut toteuttaa huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa mitattuna neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikavälillä, b) asiakkaan sijoitusvarallisuuden arvo ylittää 500 000 euroa sekä c) asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoitusalalla ammattimaisesti ainakin vuoden ajan tehtävässä, joka vaatii tietämystä suunnitelluista liiketoimista ja palveluista. Lisäksi sijoituspalveluntarjoajan on arvioitava, kykeneekö asiakas itsenäisen sijoituspäätöksentekoon, sekä ymmärtääkö hän siihen liittyvät riskit.

Näiden ehtojen täyttäminen lain vaatimalla tasolla on ehto sille, että sijoituspalveluyritys voi kohdella asiakasta ammattimaisena.[34] MiFID II -direktiivin mukaisesti, ei-ammattimaisen asiakkaan kohtelu ammattimaisena tämän pyynnöstä ei voi kuitenkaan johtaa siihen, että palveluntarjoaja voi olettaa asiakkaalla olevan vastaavanlainen markkinoiden tuntemus ja kokemus kuin lain nojalla suoraan ammattimaisilla asiakkailla.[35] Vastaavasti suoraan lain nojalla oleva ammattimainen asiakas voi tulla kohdelluksi yhtä lailla ei-ammattimaisena asiakkaana, jolloin sijoituspalveluntarjoajat voivat tarjota niille kattavamman sijoittajansuojan.[36]

Keskeinen ei-ammattimaisen sekä ammattimaisen asiakkaan eroavaisuus koskee ennen kaikkea ei-ammattimaisen asiakkaan erityisen suojan tarvetta suhteessa ammattimaiseen asiakkaaseen, jonka odotetaan ymmärtävän sijoitustoiminnan periaatteet ja siihen liittyvät riskit. Ammattimaiseksi asiakkaaksi luokiteltua sijoittajaa ei voida pitää samalla tavalla heikompana osapuolena kuin ei-ammattimaista asiakasta. Sijoitustoiminnan tuntevalta ammattimaiselta asiakkaalta odotetaan huolellisuutta ja oma-aloitteisuutta, jonka vuoksi myös ammattimaisen asiakkaan selonottovelvollisuus on suurempi.[37] Kun rahoitusvälineestä sekä siihen liittyvistä riskeistä annetaan tietoa

[34] Sijoituspalvelulaki 747/2012, 1 luku 23 §.
[35] Manninen 2008, s. 12.
[36] Manninen 2008, s. 13.
[37] Hoppu 2009, s. 71.

sijoittajalle, suhteutetaan tietojen riittävyys asiakkaan sijoituskokemukseen ja ymmärryskykyyn.[38]

Luokittelu ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin muodostaa perustan sijoittajansuojalle sekä menettelytapasäännösten kohdentamiselle oikeille asiakasryhmille. Tästä syystä asiakkaan luokittelu tulee arvoperivälittäjän toimesta kertoa asiakkaalle. Vastaavasti asiakkaalla on oikeus pyytää luokittelun muutosta, jolloin arvopaperinvälittäjällä on velvollisuus kertoa asiakkaalle muutoksen vaikutuksista asiakkaan asemaan.[39] Luokittelusääntelyn nojalla asiakkaat voidaan jakaa siis kahteen pääluokkaan ei-ammattimaisiin ja ammattimaisiin asiakkaisiin. Näistä kahdesta jälkimmäinen kategoria voidaan lisäksi jakaa edelleen suoraan lain nojalla ammattimaisiksi asiakkaiksi luokiteltaviin sekä omasta pyynnöstä ammattimaisiksi asiakkaiksi luokiteltaviin.

Mainittakoon, että sijoituspalvelulain 1 luvun 24 § määrittelee lisäksi hyväksyttävän vastapuolen. Hyväksyttäviä vastapuolia ovat 23 §:n 1 momentin 1, 3 ja 4 kohdassa tarkoitetut asiakkaat. Säännöksellä viitataan siis edellä lueteltuihin rahoitusmarkkinoilla lailla säänneltyihin sekä toimiluvan nojalla toimintaansa harjoittaviin yhteisöihin. Lisäksi sijoituspalvelulain 1 luvun 24 §:n hyväksyttäviä vastapuolia ovat esimerkiksi julkisyhteisöt, valtionvelkaa hoitavat toimielimet sekä Euroopan keskuspankki, Suomen Pankki ja muut vastaavanlaiset yhteisöt ja organisaatiot. Myös sijoituspalvelulain 1 luvun 23 §:n 1 momentin 2 kohdassa määriteltyä suuryritystä voidaan pitää hyväksyttävänä vastapuolena, jos yritys on antanut siihen suostumuksensa. Hyväksyttävien vastapuolien syvempi käsittely ei ole tutkielman tavoitteen kannalta relevanttia, joten ne jäävät tämän tutkimuksen ulkopuolelle.

---

[38] Luukkonen 2017, s.101
[39] HE 43/2007, s. 71.

2.2 Sijoittajaluokittelu sijoittajansuojan tutkimusvälineenä

Sijoittajansuoja voidaan nähdä keinona saavuttaa toimivat arvopaperimarkkinat. [40] Sijoittajaluokittelu toimii puolestaan lähtökohtana, kun tutkitaan millaista suojaa, sijoittaja on oikeutettu saamaan. Koska tutkielma keskittyy ei-ammattimaisen asiakkaan suojaamiseen listautumisprosessin yhteydessä, toimii sijoittajaluokittelu tutkielmanvälineenä ja arviointiasteikkona. Sen avulla voidaan tunnistaa arvopaperimarkkinaoikeuden säännökset ja elementit, joiden tarkoituksena on ei-ammattimaisen sijoittajan suojaaminen. Luokittelu tarjoaa yhden keinon liikkeeseenlaskijalle asetettujen vaatimuksien ja informaatiota koskeva sääntelyn tutkimiseen.

Sijoittajansuoja muodostuu sääntelykokonaisuuksista, menettelytapasäännöistä sekä mekanismeista, joiden tarkoituksena on suojata sekä yksittäisiä sijoittajia että turvata kokonaisuudessaan tehokkaiden ja luotettavien arvopaperimarkkinoiden toimintaedellytykset. [41] Selkeimpänä ei-ammattimaisen asiakkaan sijoittajansuojaa ilmentävänä mekanismina voidaan pitää yrityksille ja muille vastapuolille kohdistettuja laajoja tiedonantovelvollisuuksia. Informaation sääntelyn on katsottu sijoittajansuojan ja heidän luottamuksen turvaamisen lisäksi edistävän varojen tehokasta allokoitumista sekä markkinaosapuolien edullisia pääoma- ja transaktiokustannuksia. [42] Sijoittajansuojan toteutuessa lain mukaisesti, sijoittajan harteille tulisi jäädä ainoastaan sijoituksen riski.[43]

Aikaisemmassa kappaleessa esitetyn asiakasluokittelun nojalla voidaan tunnistaa vastaavasti myös sijoittajansuojan eri tasoja, joiden varaan koko sijoittajansuoja ja siihen kohdistuva sääntely pitkälti perustuu. Luokittelu ilmentää sopimusoikeuden yleistä liikettä suuntaan, jossa painoarvoa annetaan yhä enemmän myös sopijapuolten

---

[40] Luukkonen 2016, s. 118.
[41] Luukkonen 2016, s. 118.
[42] Collin 2020, s. 26.
[43] Luukkonen 2016, s. 119.

yksilöllisille piirteille. Sijoittajat muodostavatkin hyvin heterogeenisen ryhmän, jolloin yhden standardisijoittajan määrittelyn sijaan tarve sijoittajansuojalle on yksilöllistä. Ei-ammattimaisia asiakkaita voivat olla esimerkiksi sekä aloittelevat rahastosijoittajat tai kokemattomat yhteisöt että henkilöt, joilla on usean vuoden kokemus useista eri rahoitusinstrumenteista.[44] Niin sanotusti riskikuluttajien, kuten vanhuksien ja nuorten kohdalla tarve sijoittajansuojalle on kaikista suurin.[45]

Luokittelun ansiosta heikompaa osapuolta voidaan suojata tilanteissa, joissa sille on tarvetta. Sijoittajansuoja ja, siihen kiinteästi liittyvät tiedonantovelvollisuudet ovatkin tästä syystä korkeimmillaan ei-ammattimaisten asiakkaiden kohdalla.[46] Myös ei-ammattimaisille asiakkaille kohdistettua arvopaperin markkinointia ja sijoittajan selonottovelvollisuuksia analysoidaan ammattimaiseen asiakkaaseen verrattuna tiukemmin.[47] Ei-ammattimaiset asiakkaat lukeutuvat myös esimerkiksi sijoittajien korvaussuojarahaston piiriin.[48]

Sijoittajansuoja ei siis käsitteenä tarjoa yksiselitteistä määritelmää. Se rakentuu useista eri elementeistä, joiden painoarvo kussakin tilanteessa puolestaan määrittyy sijoittajan yksilöllisten ominaisuuksien pohjalta. Sijoittajan kokemuksen ja ymmärryksen perusteella hänet voidaan sijoittaa oikeaan luokkaan ja tarjota luokittelun mukainen suojantaso. Luokittelun merkitys sijoittajansuojalle on siis ilmeinen.

2.3 Järkevän sijoittajan standardi ja olennainen tieto

Sijoittajaluokittelun lisäksi oikeudellisesta näkökulmasta sijoittajan asemaa ja roolia arvopaperimarkkinoilla on määritelty myös järkevän sijoittajan standardin kautta. Käsitteenä järkevä sijoittaja ei ole yksiselitteinen, mutta tunnetaan yleisenä standardina

---

[44] Hoppu 2009, s. 65–67.
[45] Salo & Oksaharju 2019, s. 441.
[46] Salo & Oksaharju 2019, s. 430–431.
[47] Turtiainen 2018, s. 169.
[48] Hoppu 2009, s. 70.

sekä kansainvälisellä että kansallisella tasolla. Määritelmän voidaan katsoa rinnastuvan sijoituspalvelulain mukaiseen ei-ammattimaiseen sijoittajaan. Järkevän sijoittajan voidaan siis olettaa olevan tavallinen sijoittaja, joka pyrkii toimimaan rationaalisesti ja ymmärtää sijoittamiseen liittyvät peruslainalaisuudet. Standardi tunnistaa kuitenkin järkevän sijoittajan kykyjen rajallisuuden sekä yksilöiden erilaisuuden. Järkevän sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavat kognitiiviset heikkoudet sekä konteksti.[49] Onkin todettu, ettei järkevää sijoittajaa voida pitää keskivertoa taitavampana toimijana.[50]

Myös Finanssivalvonta on ohjeissaan ottanut kantaa sijoittajilta vaadittavien ominaisuuksien luonteeseen. Finanssivalvonnan määritelmän mukainen huolellinen sijoittaja voidaan rinnastaa järkevän sijoittajan standardiin. Määritelmän mukaisesti huolellinen sijoittaja on toimija, jolla on kohtuullinen ymmärrys sekä liiketoiminnasta että yleisestä taloudellisesta toiminnasta. Huolelliselta sijoittajalta odotetaan myös asianmukaista huolellisuutta tutustuessaan hänelle annettuihin tietoihin. Vaatimus kohtuullisesta tietämyksestä sekä asianmukaisesta huolellisuudesta on kuitenkin aina suhteutettava kohderyhmään, jolle arvopaperia ensisijaisesti tarjotaan. Luonnollisesti kokeneiden sijoittajien kohdalla tason voidaan olettaa olevan korkeampi.[51]

Järkevän sijoittajan käsite on otettu lähtökohdaksi esimerkiksi tiedonantovelvollisuuksien ja sisäpiiritiedon arvioinnissa. Standardille annetaan painoarvoa erityisesti pohdittaessa tiedon olennaisuutta ja merkitystä sijoittajalle.[52] Olennaisen tiedon tuki ja yhteys puolestaan perustellun sijoituspäätöksen tekemiseen, ja sitä kautta myös sijoittajansuojan toteutumisen edellytyksenä, on ehdoton.

Olennaisen tiedon määritelmä kytkeytyy tiukasti markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (MAR) 2 luvun 7 artiklan 1 kohdan mukaiseen sisäpiiritietoon. Kyseisen artiklan 1 kohdan määritelmän mukaan sisäpiiritiedoksi luetaan ”täsmällinen sekä julkistamaton tieto, joka

[49] Salo & Oksaharju 2019. s. 429–431.
[50] Salo 2016, s. 119.
[51] Finanssivalvonta 2013, s. 46.
[52] Salo & Oksaharju 2019, s.418.

suoraan tai välillisesti koskee yhtä tai useampaan liikkeeseenlaskijaa tai rahoitusvälinettä, ja jonka julkistamisella olisi todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan”.[53] Järkevän sijoittajan standardin mukaisesti on todennäköistä, että huolellinen sijoittaja käyttäisi edellä mainitun artiklan mukaista informaatiota sijoituspäätöksensä perusteena. Tällaista tietoa voidaan siis pitää luonteeltaan olennaisena.[54]

Standardin tavoitteena onkin toimia arvopaperimarkkinoille tuotettavan informaation mittapuuna. Sen perusteella voidaan arvioida, millaista tietoa arvopaperimarkkinoille tuotetaan ja julkaistaan.[55] Julkaisemisvelvollisuutta voidaan lähestyä sen perusteella, että toimisiko sijoittajan saama informaatio hänen sijoituspäätöksensä perusteena.[56] Jos sijoittaja käyttää saamaansa tietoa sijoituspäätöksensä tekemisen apuna, vaikuttaisi sellaisen tiedon puuttuminen tai paikkansapitämättömyys heikentävästi sijoittajansuojaan. Sijoittajansuoja ei tosiasiallisesti pääse toteutumaan, ellei sijoittajalla ole käytettävissään laissa määriteltyjä olennaisia ja riittäviä tietoja.[57]

Tämä tutkielma hyödyntää järkevän sijoittajan standardia vastaavalla tavalla, kun pohditaan tiedonantovelvollisuuksien ja olennaisen tiedon merkitystä sijoittajansuojan turvana. Olennaisena tietona voidaan pitää yleisesti informaatiota, joka koskee liikkeeseenlaskijan varoja sekä vastuita, tulosta, taloudellista asemaa, tulevaisuutta tai arvopaperiin kohdistuvia oikeuksia.[58] Euroopan komission tekemän tutkimuksen perusteella sijoittajan sijoituspäätökseen vaikuttavista tekijöistä neljä tärkeintä ovat riskit, kustannukset, potentiaalinen tuotto sekä historiallinen menestys. Tutkimuksessa todetaan, että näitä tietoja voidaan pitää selkeästi sijoittajille olennaisina.[59]

---

[53] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014, s. 13.
[54] Salo & Oksaharju 2019, s.418.
[55] Salo & Oksaharju 2019, s. 441.
[56] Salo & Oksaharju 2019, s.420.
[57] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 1:4 §.
[58] Finanssivalvonta 2013, s. 47.
[59] Euroopan komissio 2023, s. 94.

3 Informaation rooli listautumisprosessissa

3.1 Sijoittajansuoja ja tiedonantovelvollisuudet sääntelyn keskiössä

Tutkielman tavoitteen saavuttaminen edellyttää listautumisprosessin sekä arvopaperimarkkinalain tuntemista, jonka keskeisenä motiivina on luottamuksen ylläpitäminen sekä sijoittajansuojaaminen. Etenkin markkinoiden luottamuksen ja puolueettomuuden turvaaminen vaatii tiettyjen julkistamisvaatimuksien sekä sisällöllisien raamien asettamista yhtiön hallussa olevalle informaatiolle – toisin sanoen siis yhtiöille kohdistettuja tiedonantovelvollisuuksia.[60] Suomessa voimassa oleva arvopaperimarkkinalaki sääntelee arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta, yhtiöiden tiedonantovelvollisuudesta, julkisista ostotarjouksista ja arvopaperimarkkinoiden väärinkäytöstä.[61] Alaa koskeva sääntely on varsin tuoretta, mutta kehittynyt sitäkin runsaammin.[62] Ennen ensimmäistä arvopaperimarkkinalakia alaa koskeva sääntely muodostui yleisistä sopimus-, velvoite- ja kauppaoikeuden normeista sekä erityisesti itsesääntelystä.[63] Näiden rooli vielä nykypäivänäkin on keskeinen osa rahoitusalan toimintatapoja ja sijoittajansuojan rakentumista.

Sijoittajan suojaamisesta on tullut nykypäivänä yhä tärkeämpi osa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä. Mahdollisimman tehokas sekä laadukas sijoittajansuoja on esimerkiksi yksi Euroopan unionin sääntelyn keskeisistä tavoitteista. Uuden arvopaperimarkkinalain tarkoituksena onkin huomioida tehokkaasti sen taustalla vaikuttava EU-sääntely sekä sen mahdollistamat kansalliset valintaoikeudet. Sijoittajan suojaamisen sekä riittävän tiedonsaannin lisäksi arvopaperimarkkinalain lähtökohdaksi on otettu etenkin kilpailukykyisen ympäristön ja arvopaperimarkkinoilta saadun rahoituksen turvaaminen. Tämän edistämiseksi on pyritty alentamaan listautumiskynnystä sekä siitä aiheutuvia kustannuksia.[64]

---

[60] Huovinen 2004, s. 3–4.
[61] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 1 luku 1 §.
[62] HE 32/2012, s. 9.
[63] Parkkonen & Knuts 2014, s. 2–3.
[64] Luukkonen 2018, s. 117–118.

Yksittäisten sijoittajien suojaamisen lisäksi sääntelyllä pyritään myös turvaamaan sijoittajien luottamus sijoitustoimintaan, joka puolestaan edistää rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin toimintaa sekä pääoman tehokasta allokoitumista ylijäämä- ja alijäämäsektorin välillä.[65] Toisin sanoen, sijoittajien näkökulmasta listautumisantien houkuttelevuus sekä pääomien tehokas kohdentuminen ovat riippuvaisia korkeatasoisesta sijoittajansuojasta.

Sekä kansallisessa että EU-lainsäädännössä on asetettu korkea taso tiedonantovelvollisuuksille ja informaation laadulle. Etenkin arvopaperimarkkinalain yleissäännöksien säätämisen katsotaan selkeyttävän oikeustilaa, korostavan informaation merkitystä arvopaperimarkkinoilla ja edistävän sijoittajansuojaa. Arvopaperimarkkinalainsäädännön yleissäännökset kieltävät hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen ja sopimattoman menettelyn sekä totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisen sekä vaatii pitämään sijoittajan saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista.[66]

Yleissäännökset saavat painoarvoa erityisesti tilanteissa, joissa yksityiskohtaisempi sääntely on puutteellista, taikka toiminta ei nimenomaisesti ole laissa kiellettyä, mutta on hyvän arvopaperimarkkinatavan nojalla lainvastaista.[67] Sijoittajansuojan kannalta yleissäännökset luovat raamit ja edellytykset informaatiolle yksityiskohtaisten säädösten puuttuessa. Lisäksi yleissäännökset mahdollistavat sopeutumisen alati muuttuviin arvopaperimarkkinoihin, koska yleistason normin sisältöä voidaan muuttaa lakia muuttamatta.[68] Yleissäännökset toimivat siis muun lainsäädännön taustalla. Sijoittajansuojan turvaamisen sekä toteutumisen kannalta merkittävimmät voimassa olevat arvopaperimarkkinalainsäännökset koskevat liikkeeseenlaskijan

[65] Luukkonen 2018, s. 117–118.
[66] HE 32/2012, s. 1.
[67] Parkkonen & Knuts 2014, s. 20–24.
[68] Hoppu 2009, s. 17.

tiedonantovelvollisuutta sekä informaatiosääntelyä, joita käsitellään erikseen jäljempänä.

Nykypäivänä arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely on vahvasti harmonisoitua EU-lainsäädännöllä. Arvopaperimarkkinalain pykälät liittyen listautumisprosessin yhteydessä jaettaviin tietoihin ja liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen perustuvat esiteasetukseen. Esiteasetuksella viitataan Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseen arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisen yhteydessä julkaistavasta esitteestä ja direktiivin kumoamisesta. Asetus määrittelee muun muassa julkaistavan esitteen laatimista, hyväksymistä ja levittämistä koskevat vaatimukset yhtiön tarjotessa arvopapereita yleisölle tai, kun ne otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.[69]

Asetuksen laatimiseen ja voimaantuloon on viitattu tärkeänä virstanpylväänä osana eurooppalaisen pääomamarkkinaunionin rakentamisprosessia, joka ilmenee selkeästi asetuksen keskeisten tavoitteiden myötä. Hallinnollisen taakan keventäminen sekä esitteen laatimisprosessin yksinkertaistaminen ja helpottaminen ovat hyviä esimerkkejä, joiden perimmäinen tarkoitus on osana komission pääomamarkkinaunionin edistämistavoitteita vahvistaa yritysten rahoituksenlähteitä, helpottaa rahoituksen saatavuutta sekä turvata sijoittajansuoja.[70] Esiteasetuksen säädöksillä pyritäänkin löytämään harmonia riittävän sijoittajansuojan sekä kohtuullisten kustannuksien välillä. Sijoittajansuojan näkökulmasta merkittävimmät esiteasetuksen tuomat edistysaskeleet kohdistuivat informaation laatuun muotovaatimuksien voimaantulon sekä epäolennaisten tietojen karsimisen myötä.[71]

---

[69] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L168/12.
[70] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L168/12.
[71] HE 111/2018 vp, s. 4.

Koska esiteasetuksen sääntely on Suomessa implementoitu osaksi arvopaperimarkkinalakia, ei kansallisella tasolla voida tarjota joustonvaraa normisäännöksiin. Aikaisemman Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin korvaaminen uudella asetuksella, on katsottu tarpeelliseksi, jotta sääntely koskien arvopapereiden tarjoamista yleisölle tai ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla on yhdenmukaista koko unionin alueella. Asetuksella pyritään siis ennen kaikkea estämään sellaisia toisistaan poikkeavia kansallisia mahdollisuuksia, jotka voivat johtaa eroavaisuuksiin rajat ylittävässä arvopapereiden tarjoamisissa, listautumisissa sekä unionin kuluttajansuojasäännöissä. [72] Yhdenmukainen lainsäädäntö on omiaan edistämään myös laadukasta ja tasa-arvoista sijoittajansuojaa jäsenmaiden välillä.

3.2 Arvopaperimarkkinoiden rakenne ja arvopaperin ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle

Arvopaperimarkkinoiden tarkoituksena on mahdollistaa lyhyt- tai pitkäaikaisen rahoituksen hankkiminen käymällä kauppaa vaihdantakelpoisilla arvopapereilla. Sitova arvopaperikauppa syntyy saattamalla yhteen ostajan tai myyjän tekemä osto- ja myyntitarjous tai tarjouskehotus. Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 1 § mukaisen arvopaperin onkin nimenomaan oltava siirtokelpoinen ja palveltava pääomamarkkinoiden tarkoitusta vaihdantakelpoisuudesta. Lisäksi se on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopapereiden kanssa. Määritelmän kolme kriteeriä ovat arvopaperin vaihdantakelpoisuus, yleiseen liikkeeseen saattaminen sekä lajiesinemäisyys. Arvopaperi tulee pystyä yksilöimään niiden lajin sekä määrän perusteella. Kyseessä voi olla esimerkiksi osake tai muun yhteisön vastaava osuus, osuus joukkovelkakirjalainaan, johdannaissopimus, muu velkasitoumus tai rahasto-osuus. Vastaavasti myös edellä mainituista arvopapereista annettu talletustodistus lukeutuu lain määritelmään.[73]

---

[72] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L168/12.
[73] HE 32/2012, s. 10–11.

Tarkemmin ottaen, arvopaperimarkkinat jaetaan ensi- ja jälkimarkkinoihin, joista kahdesta tämä tutkielma keskittyy ensimmäisenä mainittuun. Ensimarkkinoilla yhtiön tavoitteena on hankkia joko oman pääomanehtoista rahoitusta laskemalla liikkeeseen, esimerkiksi osakkeita ja muita osuuksia, tai vieraan pääomanehtoista rahoitusta joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskulla. Jälkimarkkinoilla puolestaan käydään kauppaa niillä arvopapereilla, joita liikkeeseenlaskijayhtiöt ovat tarjonneet kaupankäynnin kohteeksi ensimarkkinoille.[74]

Ensi- ja jälkimarkkinat ovat riippuvaisia toisistaan. Jälkimarkkinat edellyttävät, että arvopapereita lasketaan liikkeeseen tai tarjotaan kaupankäynnin kohteeksi ensimarkkinoille. Ensimarkkinoiden menestys puolestaan vaatii tehokkaat ja puolueettomasti toimivat jälkimarkkinat. Sijoittajan sijoituspäätös perustuu luottamukseen jälkimarkkinoiden kaupankäynnin jatkuvuudesta, hinnanmuodostuksen ajantasaisuudesta sekä kohtuullisista kaupankäyntikuluista. Puolueettomille markkinoille on avoin pääsy kaikille sijoittajille eikä mikään yksittäinen toimija pääse vaikuttamaan arvopaperin hintakehitykseen. [75] Jos sijoittaja ei voi myydä hallussaan olevia arvopapereitaan jälkimarkkinoilla, joissa hinnat perustuvat kaikkeen saatavilla olevaan informaatioon, ei hän myöskään tule sijoittamaan uusiin liikkeeseen laskettuihin arvopapereihin.[76] Ensi- ja jälkimarkkinoiden rinnakkaiselo perustuukin ennen kaikkea informaation rooliin, sen toimivuuteen sekä tehokkaaseen sijoittajansuojaan.

Arvopaperimarkkinalain 2 luvun 3 § määritelmän mukaan liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan joko suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin.[77] Kun yritys listautuu, liikkeeseenlaskijan arvopaperit otetaan joko julkisen tai monenkeskisen kaupankäynnin kohteeksi. Arvopapereiden liikkeeseenlaskusta puhuttaessa voidaan liikkeeseenlaskuun joko viitata arvopapereiden yleisölle

---

[74] HE 32/2012, s. 49.
[75] Hoppu & muut 2020 s. 447–448.
[76] Huovinen 2004, s. 13.
[77] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012.

tarjoamisena tai arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamisena. Käsitteet esiintyvät monessa lain kohdassa niin sanotusti ja/tai -sanaparina, jonka vuoksi on olennaista ymmärtää näiden välinen merkitys ero. Yleisölle tarjoaminen käsittää sekä uusien arvopapereiden liikkeeseenlaskut ja merkitsemisen että jo aikaisemmin liikkeeseen lasketut ja merkityt arvopaperit, jotka myydään sijoittajille. Kyseessä on siis yleistermi, jolla voidaan viitata arvopaperin liikkeeseenlaskuun tai myyntiin. Arvopaperin ottaminen kaupankäynnin kohteeksi puolestaan kattaa ainoastaan tilanteet, joissa arvopaperi listataan säännellylle markkinalle. Arvopaperin ottaminen kaupankäynnin kohteeksi ei aina tarkoita, että kyseisiä arvopapereita tarjotaan myös yleisölle. Yleisö muodostuu ensisijaisesti tilanteissa, joissa arvopaperia tarjotaan yli 150 henkilön joukolle.[78]

Julkista arvopaperikaupankäyntiä harjoitetaan arvopaperipörssin ylläpitämällä säännellyllä markkinalla, jonka toiminnan edellytykset ovat harmonisoitu osaksi lakia kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Laki perustuu Euroopan unionin rahoitusvälineiden markkinat -direktiiviin. Suomessa julkinen arvopaperikauppa pyörii ainoastaan siihen toimiluvan saaneen Helsingin Pörssin, NASDAQ OMX Helsinki Oy, toimesta. [79] Säännellyllä markkinapaikalla arvopaperikauppaa ohjaa lisäksi pörssin säännöt, joiden sisältövaatimukset perustuvat myös lakiin kaupankäynnistä rahoitusvälineillä. Keskeiset pörssin säännöt liittyvät erityisesti julkiseen kaupankäyntiin, listalle oton edellytyksiin sekä kaupankäynnin keskeyttämiseen tai lopettamiseen.[80]

Säännellyn markkinan lisäksi arvopaperikauppaa käydään vaihtoehtoisesti myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, niin sanotulla meklarilistalla, kaupankäynnin järjestäjän laatimien sääntöjen alaisuudessa. Vaihtoehtoista monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää ylläpitää Suomessa Nasdaq Helsinki Oy.[81] Sen markkinapaikkana toimii Nasdaq First North Growth Market Finland, joka on suunnattu

---

[78] Parkkonen & Knuts 2014, s. 76–79.
[79] HE 32/2012, s. 11.
[80] Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017, 3 luku 6 §.
[81] HE 32/2012, s. 14.

kasvumarkkinalle listautuville yrityksille. Monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tarkoituksena on kevyemmän sääntelynsä puolesta houkutella pieniä ja keskisuuria yhtiöitä listautumaan.[82]

3.3 Listautumisen edellytykset ja informaation rooli ensimarkkinoilla

Pörssin sääntöjen mukaiset listalleoton kriteerit liittyvät sekä yhtiön taloudelliseen kestävyyteen ja toimintakykyyn että erilaisiin laadullisiin vaatimuksiin koskien hallinnon järjestämistä ja tiedonantovelvollisuuksien täyttämistä. Ensinnäkin listautuvan yrityksen on oltava julkinen osakeyhtiö, jonka osakkeet ovat liitetty arvo-osuusjärjestelmään. Liikkeeseenlaskijan on laadittava tilinpäätöksensä kansainvälisten IFRS-standardien mukaisesti. [83] Lisäksi riittävän toimintahistorian ja liiketoiminnan tulevaisuudenkehityksen varmistamiseksi yhtiön on tullut laatia tilinpäätökset vähintään kolmelta tilikaudelta. Liikkeeseenlaskijalta edellytetään konsernitasolla kohtuullista käyttöpääomaa, joka tarvittaessa kattaa yhtiön kaikki velvollisuudet 12 kuukauden ajanjaksolta ensimmäisestä kaupankäyntipäivästä lähtien. [84]

Liikkeeseen laskettavien osakkeiden perusedellytyksenä on osakkeen vapaa luovutettavuus. Lisäksi osakkeiden luotettavan hinnanmuodostuksen vuoksi yhtiön osakkeille on oltava riittävä kysyntä ja tarjonta. Kaupankäynnin kohteeksi haettavalta osakkeelta vaaditaan vähintään yhden miljoonan euron markkina-arvoa. Yleisöllä tulee olla hallussaan vähintään 25 % osakelajin osakkeista ja osakkeenomistajien määrän tulee yltää puolestaan vähintään 500.[85]

Listautumisen vaatimukset kohdistuvat merkittävissä määrin yhtiön hallinnointitapoihin, hallitukseen ja johtoon sekä sisäisiin menettelytapoihin ja järjestelmiin.

---

[82] Pörssisäätiö 2022, s. 9.
[83] Pörssisäätiö 2024b, s. 26.
[84] Nasdaq 2024, s. 17.
[85] Nasdaq 2024, s. 17–19.

Liikkeeseenlaskijan on noudatettava hyvää hallinnointitapaa, johon kuuluu kotivaltion tai pörssin kotivaltion hallinnointikoodin mukainen liiketoiminta. Yhtiön hallituksen sekä johdon tulee tuntea liikkeeseenlaskijan liiketoiminta sekä raportointitavat. Tämä vaatimus edellyttää muun muassa, että yhtiön hallituksella sekä johdolla on hyvä käsitys siitä, kuinka yhtiössä toteutetaan jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden mukainen tiedottaminen arvopaperimarkkinoille. Liikkeeseenlaskijalta vaaditaan asianmukaista tiedonantopolitiikkaa sekä resursseja hallinnon järjestämistä ja seurantaa varten. Näin varmistetaan yhtiön mahdollisuudet oikea-aikaisen, merkityksellisen sekä luotettavan informaation tuottamiseen[86], jonka rooli sijoittajille on korvaamaton.

Keskeinen osa liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien täyttämistä on ennen listalleottohakemuksen jättämistä laadittava esite.[87] Esitteen rooli on monella tapaa merkityksellisempi kuin pelkkä listautumisen muodollisena edellytyksenä toimiminen. Ensinnäkin yhtiön listautumisen yhteydessä annettavan informaation asema on hyvin poikkeuksellinen. Koska tulevaisuuden kurssikehitykseen, arvopaperin hinnanmääritykseen ja allokointiin sisältyy epävarmuutta, eikä lopullinen merkintähintakaan ole päätöstä tehdessä vielä tiedossa, kohdistuu listautumisantiin osallistumiseen tavallista enemmän riskiä.[88] Huovinen onkin todennut väitöskirjassaan että, arvopaperin liikkeeseenlaskun valmisteluun sisältyy huomattava mahdollisuus harhaanjohtamiselle [89] , mikä puolestaan kasvattaa tiedonantovelvollisuuksien painoarvoa sijoittajan aseman turvaajana.

Koska ensimarkkinoilla tiedon määrä on rajallinen ja etenkin arvopaperin vertailukelpoisuus on hankalaa, on saatavilla olevan tiedon merkitys sitäkin suurempi. Listautuminen on luonteeltaan markkinointitilanne, jossa sijoittajille suunnattu informaatio on ajallisesti rajattua ja tilannesidonnaista. Ensimarkkinoilla arvopaperin

[86] Nasdaq 2024, s. 19–20.
[87] Nasdaq 2024, s. 15–16.
[88] Lindström & Lindström 2011, KPL 14.3.
[89] Huovinen 2004, s.14.

hinta perustuu liikkeeseenlaskijan itsensä laatiman esitteen tietoihin.[90] Tämä puolestaan korostaa sijoittajan kykyä suhtautua informaatioon kyseenalaistaen ja huolellisesti. Sijoittajien listautumisantiin osallistumisen ehtona on, että heille annetaan ennen päätöksen tekoa oikeat ja riittävät tiedot sekä liikkeeseenlaskijasta että kohteena olevasta arvopaperista. Informaation puute horjuttaa sijoittajien luottamusta markkinoiden puolueettomaan toimintaan, joka taas vaarantaa koko arvopaperimarkkinoiden ydin tavoitteen toteutumisen kilpailukykyisen rahoituksen turvaamisesta.[91]

Listautumiselle asetettujen edellytyksien tarkoituksena onkin varmistaa, että listautuva yhtiö kykenee soveltamaan sekä kansainvälisen että kansallisen sääntely-ympäristön asettamia vaatimuksia ja varmistaa yhtiön talouden kantokyky ja toiminnan jatkuvuus myös listautumisen jälkeen. Listautumisen edellytykset takaavat toimivien ja tehokkaiden markkinoiden lisäksi ennen kaikkea myös sijoittajansuojan toteutumisen ja riittävän tason. Kuten aiemmin on todettu – sijoittajansuoja ensimarkkinoilla perustuu sijoittajaluokitteluun, johon suhteutetaan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden laajuus. Tiedonantovelvollisuuden täyttäminen toimii puolestaan liikkeeseenlaskijoiden pääsylippuna julkiseen kaupankäyntiin osallistumiselle.

---

[90] Huovinen 2004, s. 14.
[91] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 105.

4 Esitesääntely tiedonantovelvollisuuden ilmentymänä

4.1 Informaation epäsymmetria

Vertauskuvallisesti arvopaperimarkkinoilla käydään kauppaa arvopaperiin liittyvillä tiedoilla. Tämän seurauksena, kahdesta tasavertaisesta sijoittajasta, jotka molemmat toimivat tehokkailla markkinoilla, tulisi sen sijoittajan menestyä paremmin, jolla on hallussaan enemmän tietoa. Luottamus arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan toimintaan sekä tehokkaaseen hinnanmuodostukseen perustuu ennen kaikkea luotettavan ja vertailukelpoisen tiedon saatavuuteen. Tarjolla olevan informaation pohjalta sekä hyödyntäen omaa rationaalista harkintakykyänsä sijoittaja voi puolestaan tehdä tarkoituksenmukaisia sijoituspäätöksiä.[92]

Markkinoilla vallitsevan informaation epäsymmetrian johdosta tiedon saatavuuteen ja laatuun kohdistuvat vaatimukset eivät aina ole kuitenkaan yksiselitteisiä. Informaatio jakautuu sijoittajan ja arvopapereita tarjoavan tahon välillä epätasaisesti. Tilannetta voidaan kuvata päämies-agenttiteorian kautta, jonka keskiössä on päämiehen sekä agentin välinen sopimussuhde. Päämies valtuuttaa sopimuksella agentin toimimaan puolestaan tietyn tehtävän hoitamiseksi ja suorittamaan tehtävää koskevat päätökset. Koska yksityiskohtainen sopiminen agentin velvollisuuksista on lähes mahdotonta, syntyy osapuolien välille epäsymmetristä informaatiota. Kyse on niin sanotusta kätketystä informaatiosta, jonka seurauksena agentilla on hallussaan tietoa, jota päämiehellä ei ole. Agentti voi puolestaan hyödyntää tilannetta ajamalla omia intressejään tehtävää suorittaessaan. Päämiehellä ei taas ole täyttä varmuutta siitä, että onko agentti todellisuudessa tehnyt parhaansa päämiehen etujen hyväksi.[93]

Vastaava päämies-agenttiongelma syntyy myös arvopapereitaan liikkeeseen laskevan yhtiön sekä sijoittajan välille. Liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välillä vallitseva

---

[92] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 101.
[93] Mähönen & Villa 2015, s. 342.

informaation epäsymmetria johtaa intressiristiriitojen syntymiseen. Tiedon jakautuminen epätasaisesti osapuolien välille sekä mahdollisesti jopa sen kätkeminen sijoittajalta mahdollistaa liikkeeseenlaskijan opportunistisen toiminnan. Tämä puolestaan estää sijoittajaa saamasta informaatiota yhtiön arvopaperin arvoon vaikuttavista tekijöistä. Vaarana on, että informaation epäsymmetrian kasvaessa liian suureksi sijoittajat vetäytyvät kokonaan pois markkinoilta. Mitä suurempi informaatiokuilu sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan välille muodostuu, sitä enemmän arvopaperin arvoon kohdistuu epävarmuutta, joka taas näkyy sijoittajan tuottovaatimuksessa. Informaation epäsymmetria ja kuilu liikkeeseenlaskijan sekä sijoittajan välillä korjataan tiedonantovelvollisuuden kautta. Yhtiön on jaettava informaatiota sijoittajille, jotta nämä pääsevät käsiksi niihin olennaisiin tietoihin, jotka sekä heijastuvat arvopaperin tulevaisuuden odotuksiin että historialliseen menestykseen.[94]

Sijoittajansuoja edustaa rahoitusmarkkinoiden ympäristössä sopimusoikeuden perusperiaatetta heikomman osapuolen suojasta[95], joka tunnistaa myös informaation jakautumiseen liittyvän epäsymmetrian ja sijoittajan aseman epäkohdat suhteessa liikkeeseenlaskijaan. Periaatteen nojalla pyritään luomaan tasapainoisia sopimussuhteita erityisesti elinkeinonharjoittajan ja kuluttajan välille. Arvioitaessa heikomman suojan soveltuvuutta tulee pohdittavaksi sopimustyypin lisäksi myös osapuolten tosiasialliset roolit sopimussuhteessa. Heikomman suoja voi soveltua myös nimittäin tilanteisiin, joissa henkilön asema tosiasiallisesti on verrattavissa heikomman osapuolen kohteena olevaan tahoon. Käytännössä heikomman suoja toteutuu lainsäädännön asettamin pakottavin säädöksin, kuten tiedonantovelvollisuuksien kautta.[96] Tällaisista säännöksistä ei voida luopua edes sopimusoikeuden kantavan periaatteen, sopimusvapauden, nojalla.[97]

---

[94] Turtiainen 2004, s. 111.
[95] Luukkonen 2018, s. 209.
[96] Saarnilehto & Annola 2018, s. 23.
[97] Saarnilehto & Annola 2018, s. 18.

Toisena keskeisenä liikkeeseenlaskijan ja sijoittajan välistä suhdetta ohjaavana periaatteena voidaan nostaa esiin lojaliteettivelvoite. Vastaavasti lojaliteettivelvoitteen tausta perustuu sopimusoikeudellisiin lähtökohtiin, vaikka sitä ei erikseen ollakaan säädetty yleiseksi sopimuksia koskevaksi periaatteeksi. Sen vaikutukset näkyvät kuitenkin sopimussuhteissa, jotka vaativat osapuolien välistä vuorovaikutusta ja keskinäistä riippuvuutta. Periaatteen mukaisesti sopimuksen osapuolien on toiminnassaan huomioitava vastapuolen edut. Painoarvoa annetaan erityisesti asiantuntijuudelle, jonka nojalla omalla alallaan asiantuntijana toimivalla taholla on korostunut velvollisuus huomioida vastapuolen edut. Lojaliteettivelvoite voi siis heikomman suojan tavoin velvoittaa erilaisiin tiedonantovelvollisuuksiin sopimuskumppania kohtaan.[98]

Sijoittajansuojaamisella, joko yleisten periaatteiden avulla tai epäsymmetrisen informaation korjaamisella, pyritään saavuttamaan sama lopputulos. Tarkoituksena on asettaa sijoittaja sekä arvopapereitaan tarjoava taho informaatiotasoltaan tasavertaisiksi tiedonantovelvollisuuksien ja menettelytapasäännöksien avulla.[99] Luonnollisesti edellä mainittujen periaatteiden merkitys korostuu erityistä suojaa tarvitsevien ei-ammattimaisten asiakkaiden kohdalla heidän heikomman osaamistasonsa myötä. Lisäksi periaatteiden rooli osana sijoittajansuojaa saa painoarvoa listautumistilanteissa, jolloin myös informaation asema on sijoittajille poikkeuksellinen – yhtiön tarjotessa arvopapereita yleisölle ensimmäistä kertaa ei vertailukohtaa aikaisempaan ole.

4.2 Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely voidaan jakaa ensimarkkinoille kohdistettuun tiedonantovelvollisuuteen, joka ilmenee liikkeeseenlaskijalle asetettuna vaatimuksena laatia julkaistava esite. Jälkimarkkinoilla

---

[98] Saarnilehto & Annola 2018, s. 24.
[99] Luukkonen 2018, s. 210.

liikkeeseenlaskijaa puolestaan koskee jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus. Yhtiö on velvollinen säännöllisesti jakamaan ajantasaiset tiedot sijoittajille esimerkiksi osavuosikatsauksessa, sekä tilikauden päätyttyä tilinpäätöksessä ja toimintakertomuksessa. Jatkuva tiedonantovelvollisuus käsittää liikkeeseenlaskijaan kohdistuvan sisäpiiritiedon ja sen julkaisua koskevat seikat.[100] Myös liputussääntelyn, joka koskee huomattavien omistusosuuksien ilmoittamista, katsotaan kuuluvan osaksi säänneltyihin markkinoihin kohdistuvaa tiedonantovelvollisuutta.[101]

Tarkemmin ottaen tiedonantovelvollisuuksien taustalla ovat tutkielmassa jo aikaisemminkin mainitut arvopaperimarkkinalain yleissäännökset, jotka selkeimmin ilmentävät sijoittajansuojaksi laadittua sääntelyä. Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen, kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä vaatimus riittävien tietojen saatavilla pitämisestä ulottuu sekä ensi- että jälkimarkkinoille suunnattuun tiedonantovelvollisuuteen. Näistä soveltuvuudeltaan laajin yleissäännös on arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § ”Kielto menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti”.[102]

Lain kohdan tarkoituksena on osoittaa kaikille arvopaperimarkkinoilla toimiville tahoille, että menettelytapojen on noudatettava hyvää markkinatapaa sekä oltava yhtenäisessä linjassa lain yksityiskohtaisempien sääntöjen kanssa. Kielto ulottuu koko arvopaperimarkkinalain soveltamisalaan sekä koskee arvopapereiden lisäksi myös muita rahoitusvälineitä soveltuvin osin. Hyvä arvopaperimarkkinatapa edustaa markkinoilla toimivien valistunutta mielipidettä sekä periaatteita siitä, mikä on oikein ja kohtuullista kaikkien osapuolien näkökulmasta. Kiellon lähtökohtana on estää haitalliset sijoittajaan kohdistuvat toimet tai laiminlyönnit esimerkiksi arvopapereiden yleiseen liikkeeseen saattamisen, yleisölle tarjoamisen, arvopaperikaupan tai lain vaatiman tiedonantovelvollisuuden täyttämisen yhteydessä. Erityisesti arvopaperimarkkinoilla

---

[100] Hoppu & muut, 2020 s. 452.
[101] HE 32/2012, s. 129–130.
[102] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 1:2–4.

ammattimaisesti toimiviin kohdistuu korostuneet odotukset hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattamisen suhteen. [103] Tämä vaatimus huomio tehokkaasti myös lojaliteettivelvoitteella asetetut tavoitteet.

Arvopaperilain 1 luvun 3 §, kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, käsittää eritoten arvopaperin markkinointi- ja vaihdantatilanteet elinkeinotoiminnassa. Lainkohtaa voidaan soveltaa koko lakiin sekä kaikkiin arvopaperimarkkinoilla toimiviin. Säännöksen yhteys kuitenkin ensimarkkinoille kohdistettuun tiedonantovelvollisuuteen, erityisesti liikkeeseenlaskijan tai arvopapereita tarjoavan tahon laatimaan esitteeseen, on kiistaton. Arvopaperin markkinoinnin sekä käytetyn markkinointiaineiston on oltava linjassa listalleottoesitteessä olevien tietojen kanssa eikä se saa olla virheellistä tai harhaanjohtavaa. Arvopaperin markkinoinnin on erotuttava esitteestä. AML 1:3 § soveltamisala on siinäkin suhteessa laaja, ettei pykälän rikkominen ole sidottu yksittäisen, tiettyä tahoa koskevan tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen, vaan sitä voidaan soveltaa laajemmin.[104]

On oleellista ymmärtää lainkohdassa tarkoitetun harhaanjohtavan ja totuudenvastaisen tiedon välinen ero. Totuudenvastainen tieto tarkoittaa asian esittämistä virheellisesti tai vääristävällä tavalla. Harhaanjohtava tieto ei puolestaan suoraan merkitse aina tiedon totuudenvastaisuutta. Sen sijaan tiedon puutteellisuus, esittämistapa tai muoto voi johtaa virheelliseen käsitykseen, jonka seurauksena tieto on sijoittajalle harhaanjohtavaa sekä vaikuttaa tämän sijoituspäätökseen. Sijoittajalle aiheutuvaa virheellistä käsitystä sekä sen mahdollisia negatiivisia vaikutuksia tulee arvioida ryhmäkohtaisesti. Tämä tarkoittaa sitä, että kun tiedon vastaanottajana toimii laaja yleisö, on tiedon harhaanjohtavuuden arviointi toteutettava ankarammin kuin ammattimaisten sijoittajien kohdalla. Lisäksi laissa säädetään virheellistä ja harhaanjohtavaa tietoa koskevasta viivytyksettä suoritettavasta oikaisuvelvollisuudesta. Tämä koskettaa kaikkia

[103] HE 32/2012, s. 95–96.
[104] HE 32/2012, s. 97–98.

niitä tahoja, jotka ovat julkaisseet harhaanjohtavia tai virheellisiä tietoja, kuten liikkeeseenlaskijaa tai mediaa.[105]

AML 1:3 §:n merkitys korostuu erityisesti tilanteissa, joissa ensimarkkinoille suunnattu informaatio on korostetun myönteistä. Kaunistellun kuvan luominen liikkeeseenlaskijayhtiön taloudellisesta tilasta sekä tulevaisuuden odotuksista ei ainoastaan johda sijoittajia harhaan vaan luo mahdollisesti myös välitöntä ja huomattavaa etua kyseiselle yritykselle sijoittajan etujen kustannuksella. Liikkeeseenlaskijan toiminta voi olla tarkoituksenmukaista, jolloin tavoitteena on esimerkiksi arvopaperin merkintähinnan nostaminen. Lisäksi tahattomastikin annettu virheellinen informaatio voi hyödyttää liikkeeseenlaskijaa, jos sen seurauksena osakeanti, joka oikeiden ja riittävien tietojen valossa olisi jäänyt osittain tai kokonaan merkitsemättä, tuleekin kokonaan tai suurilta osin merkityksi.[106]

Viimeinen yleissäännös, arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 § edellyttää, että arvopapereita tarjoavan yhtiön, liikkeeseenlaskijan tai vastaavasti yhtiön, joka hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi tai joka, muun lainkohdan nojalla on tiedonantovelvollinen sijoittajille, on tällaisen toimijan pidettävä sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka olennaisesti voivat vaikuttaa arvopaperin arvoon. Olennaisia tietoja ovat esimerkiksi liikkeeseenlaskijaa ja arvopaperia koskevat tiedot sekä toimintaympäristöä ja tulevaisuutta koskevat tekijät.[107] Lain kohta kattaa tilanteet, joissa arvopapereita tarjotaan yleisölle tai haetaan kaupankäynnin kohteeksi joko säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään.[108]

Vaatimus koskee säännöllisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi myös esitteen sisältöä sekä sellaisten arvopapereiden tarjoamista, joissa esitteen julkaisemisvelvollisuutta ei

---

[105] HE 32/2012, s. 98.
[106] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 125–126.
[107] HE 32/2012, s. 11.
[108] HE 32/2012, s. 99.

ole. Jälkimmäisessä tilanteessa tiedot on pidettävä tasapuolisesti sijoittajien saatavilla kuitenkin joko virtuaalisessa tai fyysisessä muodossa. Tämä nostaa säännöksen painoarvoa ja sen tuomaa suojaa sijoittajille laaja-alaisesti. Arvopaperilain 1 luvun 4 § vastaava säännös on sisällytetty lisäksi sekä Helsingin pörssin sääntöihin että osaksi esite-, avoimuus ja markkinoidenväärinkäyttödirektiivejä. [109] Vaatimus tietojen tasapuolisesta ja johdonmukaisesta saavutettavuudesta korostuu erityisesti ensimarkkinoilla sekä listautumisantien yhteydessä, jolloin tietojen merkitys sijoittajille on olennaisempi kuin tilanteessa, joissa yhtiö on jo listautunut ja osakkeesta on saatavilla markkinainformaatiota. Voidaan katsoa, että säännöstä tulisikin tulkita sijoittajan suojaamiseksi tiukemmin edellä mainituissa yhteyksissä.[110]

Listautuvan yhtiön lakisääteinen tiedonantovelvollisuus, ja valmius täyttää sen vaatimat edellytykset, alkavat listalleottohakemuksen jättöhetkellä. [111] Kyseisestä hakemuksen jättöhetkestä alkaen, liikkeeseenlaskijan on kyettävä noudattamaan myös erillisiä pörssin asettamia tiedonantovelvollisuutta koskevia sääntöjä. Pörssin sääntöjen mukaan listalle ottamisen edellytyksenä on esimerkiksi oikea-aikaisen ja luotettavan tiedonantopolitiikan harjoittaminen. Liikkeeseenlaskijan on pystyttävä tuottamaan merkityksellistä sekä ajantasaista tietoa sijoittajille eikä se saa nojautua yhden henkilön varaan. [112] Itsesääntely kohdistuu merkittävällä tavalla myös siis liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksiin.

4.3 Velvollisuus julkaista esite

Esiteasetuksen mukainen esitteen laatimisvelvollisuus täydentää sijoittajansuojaksi laadittuja arvopaperimarkkinalain yleissäännöksiä positiivisen tiedonantovelvollisuuden avulla.[113] Listautumisprosessi kulminoituukin esitteen laatimiseen, jonka tarkoituksena

[109] HE 32/2012, s. 99.
[110] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 125–126.
[111] Finanssivalvonta 2024a.
[112] Nasdaq 2024, s. 20–21.
[113] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 118.

on mahdollistaa sijoittajalle perustellun sijoituspäätöksen tekeminen.[114] Esiteasetuksen 3 artiklan lähtökohta on, että arvopapereiden yleisölle tarjoaminen ja kaupankäynnin kohteeksi ottaminen unionin alueella sijaitsevalla tai toimivalla säännellyllä markkinalla, on mahdollista vasta, kun esiteasetuksen mukainen esite on julkaistu. Liikkeeseenlaskijan velvollisuus julkaista esite kohdistuu tilanteisiin, joissa arvopapereiden 12 kuukauden aikana yhteenlaskettujen vastikkeiden määrä ylittää miljoona euroa.

Sijoittajansuojan takaamiseksi esitteen julkaisuvelvollisuus kattaa laaja-alaisesti sekä osakesidonnaiset arvopaperit että muut kuin osakesidonnaiset arvopaperit. Esiteasetuksen sääntelyn piiriin lukeutuvat muun muassa optiot, warrantit, sertifikaatit, talletustodistukset ja vaihtovelkakirjalainat. Lisäksi asetusta sovelletaan tilanteisiin, jotka oikeuttavat sijoittajan hankkimaan siirtokelpoisia arvopapereita sekä vastaanottamaan arvopaperin summan käteissuorituksena, joka määräytyy muiden instrumenttien, hyödykkeiden, indeksien tai mittareiden perusteella. Käytännössä tämä tarkoittaa, että arvopaperin hinta perustuu siirtokelpoiseen arvopaperiin, valuuttoihin, korkoihin tai muihin tuottoihin.[115] Edellä mainittu esiteasetuksen määritelmä koskien arvopaperia sekä esitteen julkaisuvaatimuksien soveltamisalaa vastaa Suomen arvopaperilain 2 luvun 1 §:n mukaista määritelmää arvopaperista.

Erityinen huomio koskien esitteen laatimista sekä julkaisua liittyy tiiviisti yleisölle tarjoamiseen. Esiteasetuksen 3 artiklan 1 kohdan mukaisesti esitteen julkaisemisvaatimus liittyy nimenomaisesti tilanteisiin, joissa arvopapereita tarjotaan yleisölle. Näin ollen esimerkiksi arvopapereiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai osto- ja myyntihintojen julkaiseminen ei itsessään vielä muodosta asetuksen mukaista tilannetta, jossa arvopapereita tarjottaisiin yleisölle.[116] Toisin sanoen esitteen laatimisvelvollisuus edellyttää

[114] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/14.
[115] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/13.
[116] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/14.

sijoittajaviestintää, joka antaa riittävän informaation tarjottavista arvopapereista sekä niiden ehdoista, jonka perusteella sijoittaja voi tehdä sijoituspäätöksen arvopaperin merkitsemisestä tai ostamisesta. Esiteasetuksen 2 artiklan d kohdan määritelmän nojalla sijoittajille suunnattua viestintää voidaan tarjota missä tahansa muodossa, minkä tahansa kanavan kautta.[117]

Esite on keskeinen asiakirja sekä väline liikkeeseenlaskijoille, jonka avulla sijoittajalle annetaan olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijayrityksestä sekä yleisölle tarjottavasta, tai kaupankäynnin kohteeksi otettavasta, arvopaperista.[118] Esiteasetuksen 6 artiklan mukaisesti esitteen tulisi sisältää tiedot sekä liikkeeseenlaskijan että mahdollisen takaajan varoista, veloista, voitoista ja tappioista, taloudellisesta asemasta sekä tulevaisuuden odotuksista. Lisäksi esitteestä tulee käydä ilmi arvopapereihin liittyvät oikeudet, liikkeeseenlaskun syyt sekä vaikutukset liikkeeseenlaskijalle. Liikkeeseenlaskijalla on mahdollisuus laatia esite joko yhtenä tai useampana asiakirjana. Artiklan 6 kohdan 3 mukaisesti erillisinä asiakirjoina laadittu esite jaetaan rekisteröintiasiakirjaksi, arvopaperiliitteeksi sekä tiivistelmäksi. Rekisteröintiasiakirja kattaa tiedot liikkeeseenlaskijasta, kun taas arvopaperiliitteen tiedot kohdistuvat yleisölle tarjottaviin tai kaupankäynninkohteeksi otettaviin arvopapereihin. [119] Rekisteröintiasiakirja voidaan hyväksyä ilman arvopaperiliitettä tai tiivistelmää, mutta se ei yksinään mahdollista arvopaperin tarjoamista tai kaupankäynnin kohteeksi ottamista säännellyllä markkinalla.[120]

Sijoittajansuojaamiseksi tietojen esittämiseen on kohdistettu erityisiä vaatimuksia. Esitteeseen sisältyvien tietojen tulee olla riittäviä, objektiivisia sekä kirjoitustyyliltään ytimekkäästi ja ymmärrettävässä muodossa laadittu. Sijoittajan on kyettävä analysoimaan arvopaperiin liittyviä olennaisia tietoja helposti. Tämä tarkoittaa sitä, että sellaiset epäolennaiset tiedot, jotka eivät koske kyseistä arvopaperia tai

---

[117] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, s. 8.
[118] HE 111/2018 vp, s. 4; HE 111/2018 vp, s. 7.
[119] Hoppu ja muut 2020, s. 451–452.
[120] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, s. 25.

liikkeeseenlaskijaa on jätettävä esitteestä pois. Tällaisten tietojen katsotaan harhaanjohtavan sijoittajaa ja samalla heikentävän sijoittajansuojaa. Lisäksi esitteen laadinnassa tulisi huomioida liikkeeseenlaskijan luonne, olosuhteet, arvopaperin tyyppi sekä kohderyhmä. Esitteeseen sisältyviä tietoja on siis tarvittaessa mukautettava vastaamaan paremmin kohderyhmänsä ymmärrystasoa. Tarjotessa arvopapereita ainoastaan kokeneille sijoittajille ei esitteeltä vaadita samalla tasolla yksinkertaisuutta kuin esimerkiksi vähittäissijoittajille tarjottavien arvopapereiden yhteydessä.[121]

Perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi sijoittajan on ymmärrettävä sekä liikkeeseenlaskijaan itseensä että arvopaperiin kohdistuvat tyypilliset riskit. Sijoittajansuojan edistämiseksi lainsäätäjä on katsonut, että olennaisiin riskitekijöihin on ollut tarpeen kohdistaa yksityiskohtaisempaa sääntelyä, jonka seurauksena yleisten esitteissä käytettävien vastuunvapauslausekkeiden käyttöä voidaan kontrolloida. Riskitekijöiden esittämisellä pyritään ensisijaisesti täsmentämään sijoittajille annettavaa informaatiota kyseiseen rahoitusinstrumenttiin liittyvistä todellisista sekä potentiaalisista riskeistä, joihin kohdistuu realisoitumismahdollisuus.[122]

Esiteasetuksen 16 artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan tai vastaavan tahon, joka tarjoaa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi, on asianmukaisesti kuvattava esitteessä arvopaperin liikkeeseenlaskuun liittyvät todennäköiset riskit, kielteiset vaikutukset sekä näiden laajuus. Riskitekijöinä on mainittava myös sellaiset riskit, jotka johtuvat arvopaperin etuoikeusasemasta tai liikkeeseenlaskijan konkurssista, luottolaitoksen maksukyvyttömyydestä tai muusta vastaavasta menettelystä, jonka seurauksilla on vaikutuksia arvopaperin haltijalle suoritettaviin maksuihin sekä ajankohtaan. Vastaavasti mahdolliseen arvopaperin takaajaan ja tämän maksukykyyn kohdistuvat riskit ovat esitettävä asianmukaisesti esitteessä.[123] Olennaisia riskitekijöitä on mahdollista avata sijoittajalle myös ilmoittamalla ne asteikolla vähäinen, keskisuuri tai suuri. Riskien

---

[121] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/16.
[122] HE 111/2018 vp, s. 14.
[123] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/44.

esittäminen ja tunnistaminen on pyritty tekemään sijoittajan kannalta helposti ymmärrettäväksi ja selkeäksi luokittelemalla riskitekijät ominaisuuksiensa perusteella rajalliseen määrään eri luokkia. Riskeihin liittyvät tiedot palvelevat nimittäin sijoittajia ainoastaan silloin, kun he kykenevät myös omaksumaan annetun informaation.[124]

4.4 Esitteen julkaisemisvelvollisuudesta vapautuminen

Esitteen laatimista sekä julkaisemista koskeva säätely sisältää runsaasti myös poikkeustilanteita, joiden nojalla liikkeeseenlaskija on vapautettu esitteen julkaisemisvelvollisuudesta. Pääsääntöisesti arvopaperin tarjoamisesta yleisölle ja arvopaperin ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle laaditaan yhteinen esite, joka kattaa molemmat tilanteet. Esitteen julkaisemisvelvollisuus on arvioitava erikseen kuitenkin aina sekä arvopapereiden tarjoamisen että kaupankäynnin kohteeksi ottamisen osalta.[125] Esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohtaa sovelletaan tilanteissa, joissa arvopapereita tarjotaan yleisölle. Vastaavasti 1 artiklan 5 kohta kohdistuu nimenomaisesti tilanteisiin, joissa arvopaperi on tarkoituksena ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.[126]

Julkaisemisvelvollisuudesta vapauttamisella on haluttu erityisesti alentaa esitteen laatimisesta aiheutuvia kustannuksia sekä rasitteita pienten tarjouksien kohdalla. Lisäksi esiteasetuksessa huomioidaan unionin jäsenvaltioiden väliset erot rahoitusmarkkinoiden koossa. Jäsenvaltioille onkin tästä syystä annettu mahdollisuus vahvistaa korkeampi raja-arvo, jonka nojalla tarjottavien arvopapereiden yhteenlaskettujen vastikkeiden määrän ollessa enintään 8 000 000 euroa 12 kuukauden ajanjaksolta, voidaan esite jättää laatimatta.[127] Suomessa on hyödynnetty

[124] Salo 2016, s. 108.
[125] Parkkonen & Knuts 2014, s. 90.
[126] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, s. 3–4.
[127] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/14.

esiteasetuksen sallima helpotus ja, sitä vastaava säännös on sisällytetty arvopaperimarkkinalain 3 luvun 2 §:ään.[128]

Sen lisäksi, että esiteasetuksen soveltamisalaa koskevilla poikkeuksilla kevennetään liikkeeseenlaskijan kustannustaakkaa, on asetuksen sääntelyllä myös suoraan sijoittajiin kohdistuvia vaikutuksia. Esiteasetuksen artiklan 1 kohdan 4 mukaan esitettä ei tarvitse laatia eikä julkaista tilanteissa, joissa arvopapereita tarjotaan ainoastaan kokeneille sijoittajille tai rajalliselle joukolle sijoittajia, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia. Tarkemmin ottaen 1 luvun 1 artiklan 4 kohdan mukaan tarjotessa arvopapereita alle 150 luonnolliselle henkilölle tai oikeushenkilöille, kutakin jäsenvaltiota kohden laskettuna, liikkeeseenlaskijaan ei kohdistu esitteen laatimisvelvollisuutta. Lisäksi sijoittajan hankkiessa arvopapereita niin, että arvopapereiden yhteenlasketut vastikkeet ovat vähintään 100 000 euroa kutakin yksittäistä sijoittajaa sekä tarjousta kohden tai, yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa, ei esitteen julkaisemisvelvollisuutta sovelleta.[129] 1 artiklan 4 kohdan listaus on laaja ja sisältää lisäksi suuren määrän muita poikkeustilanteita, joiden nojalla esitteen julkaisemisvelvollisuus ei tule sovellettavaksi, kun arvopaperia tarjotaan yleisölle. Listan tarkempi käsitteleminen ei ole tutkielman tavoitteeseen nähden olennaista.

Esiteasetuksen 1 artiklan kohta 5 sisältää poikkeustilanteet, silloin kun arvopaperi otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Kohdan 5 a mukaan liikkeeseen laskettaessa lisää samanlajisia arvopapereita säännellylle markkinalle kuin siellä on jo, edellyttäen, että niiden osuus markkinoilla olevista samanlajisista arvopapereista on alle 20 % 12 kuukauden ajalta eikä niiden kohteeksi ottamista yhdistetä yleisölle tarjoamiseen, ei esitettä tarvitse julkaista. Vastaava 20 % raja-arvo koskee samanlajisia osakkeita kuin jo säännellyllä markkinalla on, jotka saadaan

[128] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012.
[129] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, s. 3–4.

muuntamalla tai vaihtamalla muita arvopapereita tai käyttämällä muiden arvopapereiden oikeuksia.[130]

Lisäksi asetuksen 1 artiklan 5 kohdan mukaan esitevelvollisuuden soveltamisalan ulkopuolelle jäävät esimerkiksi osakkeet, jotka lasketaan liikkeeseen samanlajisten osakkeiden tilalle sekä julkisen ostotarjouksen yhteydessä tarjottavat arvopaperit. Myös yhteys yritysjärjestelyyn, työnantajayrityksen luovuttamat arvopaperit tai vastikkeettomien osakkeiden luovutus yhtiön osakkeenomistajille voi antaa liikkeeseenlaskijalle riittävän syyn esitevelvoitteesta vapautumiseksi. [131] Myöskään näiden tarkempi tarkastelu ei ole tutkielman tavoitteen kannalta tarpeen. Lisäksi esiteasetusta ei sovelleta osakesidonnaisiin arvopapereihin, joiden liikkeeseenlaskijana toimivat julkisyhteisöt, kuten jäsenvaltiot ja jäsenvaltioiden keskuspankit, viranomaiset tai Euroopan keskuspankki.[132]

Esiteasetuksella voimaan saatettu esitesääntely on sellaisenaan jäsenvaltioissa noudatettavaa sääntelyä. Jäsenvaltioilla ei ole mahdollisuutta kansallisesti laajentaa asetuksessa säädettyä esitteen laatimisvelvollisuutta koskemaan edellä mainittuja poikkeustilanteita. Jäsenvaltiot voivat näissä tilanteissa asettaa muita kansallisia tiedonantovelvoitteita, edellyttäen etteivät ne johda kohtuuttomaan tai tarpeettomaan sääntelyrasitteeseen. [133] Yhdenmukaista esitesääntelyä on perusteltu muun muassa oikeusvarmuuden ja markkinoiden avoimuuden parantamisella sekä sisämarkkinoiden toiminnan tehostamisella, jotka samalla edistävät tehokkaan ja tasavertaisen sijoittajansuojan rakentamista koko unionin alueella. [134] Lisäksi kilpailevien sijoitusvaihtoehtojen lisääntyminen markkinoilla sekä niihin kohdistuvien räätälöityjen tiedonantovelvollisuuksien voidaan katsoa vaikuttavan sijoittajansuojaan positiivisesti.[135]

---

[130] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus 2017/1129, s.4–5.
[131] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus 2017/1129, s. 4–5.
[132] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus 2017/1129, L 168/13.
[133] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus 2017/1129, s.3.
[134] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus 2017/1129, s. 1–2.
[135] HE 111/2018 vp, s. 34.

4.5 Esitteen julkaisemisvelvollisuudesta vapautumisen vaikutukset sijoittajansuojalle

Euroopan parlamentin ja neuvoston uudella asetuksella, asetusten (EU) 2017/1129, (EU) N:o 596/2014 ja (EU) N:o 600/2014 muuttamisesta unionin julkisten pääomamarkkinoiden houkuttelevuuden lisäämiseksi yritysten kannalta ja pienten ja keskisuurten yritysten pääoman saannin helpottamiseksi, eli niin sanotulla Listing Act -asetuksella on entisestään pyritty keventämään pienten ja keskisuurten yritysten pääoman hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia sekä kehittämään pääomamarkkinoiden toimintaa. Tämä tarkoittaa sellaisten esteiden poistamista, jotka tekevät yritysten pääsemisestä julkisille markkinoille kohtuuttoman hankalaa. Asetuksen kohteena ovat erityisesti julkistamisvaatimukset, jotka koskevat listautumisannin lisäksi sekä listautumisantia edeltäviä että sen jälkeisiä vaiheita. [136] Siispä Listing Act -asetuksen vaikutukset ulottuvat suoraan myös nyt voimassa olevaan esiteasetukseen.

Uudet poikkeussäännökset tarjoavat jatkossa aikaisempaa useampia tilanteita, joissa listalleottoesite voidaan jättää laatimatta. Asetuksella säädettyjen muutoksien myötä esimerkiksi listayhtiöt ovat voineet 4.12.2024 lähtien hyödyntää uudet esitteen julkistamista koskevat poikkeukset. Muutoksien myötä listayhtiöiden mahdollisuudet tarjota, sekä hakea kaupankäynnin kohteeksi, saman lajisia arvopapereita kasvavat huomattavasti. Edellä mainittu 20 % raja-arvo koskien samanlajisten arvopapereiden sekä osakkaiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi on nostettu uudessa Listing Act -asetuksessa 30 %.[137] Lisäksi aikaisempi sääntely jätti ulkopuolelle tilanteet, joissa saman lajisia arvopapereita tarjotaan yleisölle. Uudistetun esitesääntelyn myötä tämä rajoitus halutaan monimutkaisuuden sekä rasitteiden vähentämiseksi poistaa, jolloin esitteen laatimisvapautus ulottuu sekä tilanteisiin, joissa arvopapereita otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, että tarjotaan yleisölle. Vapautuksen yhteydessä on

[136] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 2–3.
[137] Finanssivalvonta 2025, s. 5–6.

julkaistava jatkossa esitteen sijasta lyhyt asiakirja, joka sisältää olennaiset tiedot sijoittajille.[138]

Lisäksi vähintään 18 kuukautta listalla olleisiin yhtiöihin kohdistuu kokonaan uusi esitepoikkeus. Listautumisen jälkeinen vapautus esitteen laatimisesta koskee uusia arvopapereita, jotka ovat samanlajisia kuin vähintään 18 kuukautta säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olleet arvopaperit. Poikkeuksen hyödyntäminen edellyttää, että kyse ei ole liikkeeseenlaskusta yritysjärjestelyn tai julkisen ostotarjouksen yhteydessä, liikkeeseenlaskija ei ole maksukyvyttömyys- tai uudelleenjärjestelymenettelyssä, sekä Finanssivalvonnalle että yleisön saataville toimitetaan poikkeusasiakirja.[139]

Vastaavasti voimassa olevan esiteasetuksen mukaista miljoonan ja kahdeksan miljoonan euron raja-arvoihin liittyvää valinnanvapautta on tarkoitus yksinkertaistaa oikeustilan selventämiseksi ja unionin alueella käytössä olevien toimintatapojen yhtenäistämiseksi. Käytännössä tämä toteutetaan miljoonan euron raja-arvon poistamisella ja kumoamalla esiteasetuksen 1 artiklan kohta 3.[140] Uuden Listing Act -asetuksen myötä pääasiallinen raja-arvo nostetaan 12 miljoonaan. Näin ollen, liikkeeseenlaskija- tai tarjoajakohtaisten yhteenlaskettujen vastikkeiden kokonaismäärän ollessa alle 12 miljoonaa 12 kuukauden ajalta liikkeeseenlaskija on vapautettu esitteen julkaisemisvelvollisuudesta, kun arvopaperianti ei edellytä saman esitteen käyttöä koko unionin alueella. Uusi asetus mahdollistaisi kuitenkin myös alemman 5 miljoonan raja-arvon käytön, mikäli jäsenvaltio näin päättää. Siinä tapauksessa, että esite voidaan jättää edellä mainittujen raja-arvojen puitteissa laatimatta, voi jäsenvaltio velvoittaa liikkeeseenlaskijan julkaisemaan asiakirjan, joka sisältää esiteasetuksen mukaista tiivistelmää vastaavat tiedot.[141]

---

[138] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 3.
[139] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 19.
[140] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 17.
[141] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 20.

Raja-arvojen nostaminen mahdollistaa yhä useampia tilanteita esitevapautuksen hyödyntämiselle, jonka vaikutuksien voidaan tulkita vastaavasti vähentävän sijoittajan saatavilla olevaa informaatiota ja heikentämällä tämän asemaa markkinoilla. Poikkeuksien laaja-alaisuuteen on otettu kantaa jo hallituksen esityksessä 2018, jolla on pantu täytäntöön 2017 voimaan astunut esiteasetus. Esityksessä todetaan, että esitteen julkaisua koskevan raja-arvon noston kahdeksaan miljoonaan euroon voidaan tulkita heikentävän sijoittajansuojaa.[142] Nyt uudella Listing Act -asetuksella raja-arvoa nostetaan entisestään 12 miljoonaan euroon, jonka myötä sijoittajien mahdollisuudet saada tietoa raja-arvon alle jäävistä liikkeeseenlaskuista kaventuvat entisestään.

Toisaalta esitesääntelystä vapautuminen ei kuitenkaan johda tiedonantovelvollisuuden poistumiseen. Päinvastoin tilanteissa korostuu liikkeeseenlaskijan suhde arvopaperimarkkinalain yleissäädöksien soveltamisalaan, säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen sekä muihin kansallisella tasolla sijoittajansuojaksi asetettuihin vaatimuksiin.[143] Hallituksen esityksessä todetaankin, että AML:n mukaiset tiedonantovelvollisuudet pitävät huolen siitä, että sijoittajansuojan taso säilyy riittävällä tasolla myös tulevaisuudessa muutoksista huolimatta.[144]

Lisäksi esiteasetuksen mukaisesta esitteenlaatimisesta vapautuminen johtaa useissa tilanteissa korvaavaan lyhytmuotoisen dokumentin laatimiseen sijoittajien suojaamiseksi, jossa kerrotaan ytimekkäästi keskeiset tiedot arvopaperista. Liikkeeseenlaskijan hyödyntäessä vapautusta tilanteessa, joissa arvopaperin yhteenlasketut vastikkeet ovat alle kahdeksan miljoonaa euroa, on arvopaperin tarjoaja velvoitettu sekä laatimaan että julkaisemaan erillisen perustietoasiakirjan. Kyseisen perustietoasiakirjan tulee sisältää riittävät tiedot perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi.[145] Vastaavanlainen saman sisältöinen asiakirja vaaditaan toimitettavaksi

[142] HE 111/2018 vp, s. 34.
[143] HE 111/2018 vp, s. 34.
[144] HE 111/2018 vp, s. 38.
[145] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 3:2.

yleisön saataville myös esimerkiksi tilanteissa, kun saman lajisia arvopapereita tarjotaan esitepoikkeuksen nojalla.[146]

Kuten edellä mainittu, sekä esiteasetuksen että uuden Listing Act -asetuksen keskeisenä tavoitteena on ollut poistaa esiteasiakirjojen laatimiseen sekä julkaisuun liittyviä esteitä. Näin ollen esitteen monimutkaisuuteen, pituuteen sekä korkeisiin kustannuksiin puuttuminen ajaa yritysten lisäksi myös sijoittajien, ja erityisesti vähittäissijoittajien etua. Asiakirjojen laadun ja ymmärrettävyyden parantaminen johtaa myös sijoittajansuojan parantumiseen.[147] Suomen Yrittäjät ovat esimerkiksi vuoden 2018 hallituksen esitykseen annetussa lausunnossaan todenneet, että esitteiden helppokäyttöisyyden sekä liikkeeseenlaskijan todellisen tilanteen asianmukainen kuvaaminen johtaa välittömiin hyötyihin sijoittajien osalta, jonka myötä myös esitteen merkitys tietolähteenä kasvaa.[148]

4.6 Esitteen tiivistelmä

Esitteet ovat usein pitkiä, minkä seurauksena sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavat olennaiset seikat saattavat helposti hukkua kaiken muun informaation joukkoon. Tästä syystä erityisesti vähittäissijoittajien suojan näkökulmasta merkityksellinen säännös on esiteasetuksen 7 artikla, joka käsittelee esitteen osana laadittavaa itsenäistä enintään seitsemän A4-sivun mittaista tiivistelmää. Artiklan mukaan esitteen tiivistelmän tarkoituksena on toimia johdantona, joka kattaa keskeiset tiedot tarjottavasta tai säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettavasta arvopaperista.[149] Liikkeeseenlaskija voi omaa harkintaa käyttäen valita kyseiset tiivistelmässä ilmaistavat olennaiset tiedot. Edellytyksenä on kuitenkin tietojen tasapuolisuus ja paikkansapitävyys.[150]

---

[146] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 3 kohta (11); s.4 kohta (13).
[147] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 5.
[148] HE 111/2018 vp, s. 39.
[149] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/33.
[150] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/16.

Tiivistelmässä esitettävinä keskeisinä tietoina voidaan pitää erityisesti liikkeeseenlaskijaan, takaajaan ja arvopaperin luonteeseen sekä riskeihin kohdistuvaa informaatiota. Näihin lain vaatimuksiin pohjautuen tiivistelmä voidaan jakaa neljään osaan: varoitukset sisältävään johdantokappaleseen, keskeisiin tietoihin liikkeeseenlaskijasta, keskeisiin tietoihin arvopaperista sekä keskeisiin tietoihin arvopaperin yleisölle tarjoamisesta tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta säännellyllä markkinalla. Johdanto-osioissa on esimerkiksi lain mukaan ilmoitettava arvopaperin nimi, tunnistenumero, liikkeeseenlaskijan yhteystiedot sekä esitteen hyväksymispäivä mukaan lukien hyväksyvän toimivaltaisen viranomaisen yhteystiedot.[151]

Sijoittajansuojaamiseksi tiivistelmässä on ilmoitettava, että tiivistelmä toimii esitteen johdantona ja tämän vuoksi sijoittajan sijoituspäätöksen tulee perustua koko esitteessä annettuihin tietoihin – ei yksinomaan tiivistelmään. Sijoittajaa on tiivistelmässä varoitettava, että hän voi menettää sijoittamansa pääoman joko kokonaisuudessaan tai osittain. Jos sijoittajan vastuu ei rajoitu ainoastaan sijoittamansa summan määrään, on sijoittajalle ilmoitettava, että mahdollinen pääoman menetys voi olla sijoitettua summaa suurempi.[152]

Liikkeeseenlaskijaa koskevissa keskeisissä tiedoissa on kuvattava lyhyesti arvopaperin liikkeeseenlaskijaa. Vähimmäisvaatimuksena tiivistelmään on sisällytettävä muun muassa liikkeeseenlaskijan kotipaikka, oikeudellinen muoto, pääasiallinen toiminta, yhtiön johtoon luettavat avainhenkilöt, tilintarkastajan nimi sekä suurimmat osakkeenomistajat ja yhtiörakenne. Lisäksi liikkeeseenlaskijan osalta on informoitava keskeisistä historiallisista taloudellisista tiedoista sekä olennaisista riskitekijöistä. [153] Arvopaperiin kohdistuvina keskeisinä tietoina on vähintään ilmoitettava arvoperin perustiedot, joihin lukeutuvat muun muassa liikkeeseen laskettavan arvopaperin laji, lukumäärä, valuutta sekä yksikkökoko. Olennaisina tietoina on kerrottava lisäksi

[151] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/33–34.
[152] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/34.
[153] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/35.

arvopaperiin liittyvistä oikeuksista, kuten siirtokelpoisuuteen kohdistuvista rajoituksista, voitonjakopolitiikasta sekä etuoikeusasemasta maksukyvyttömyystilanteissa. Myös markkinapaikka, tiedot arvopaperiin liittyvästä mahdollisesta takauksesta ja sen luonteesta sekä arvopaperin riskeistä on mainittava osana kohtaa ”keskeiset tiedot arvopaperista”.[154]

Viimeiseen osioon koskien arvopaperin yleisölle tarjoamista ja ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla on sisällytettävä keskeiset tiedot sijoittamisen edellytyksistä sekä aikataulusta. Jos arvopaperia tarjoavana tai kaupankäynnin kohteeksi ottamista hakevana tahona toimii muu kuin liikkeeseenlaskija, on kyseisestä henkilöstä kerrottava lyhyesti tiivistelmässä. Tietoihin tulee sisällyttää kotipaikka, oikeudellinen muoto, sovellettava laki sekä perustamismaa. Lisäksi osiossa on kerrottava olennaiset liikkeeseenlaskun taustasyyt, ja tarvittaessa varojen aiottu käyttö, mahdolliset merkintätakaukset, niihin liittyvät rajoitukset sekä olennaiset eturistiriidat.[155]

Tiivistelmän laatimiseen sekä sisältövaatimuksiin kohdistuva sääntely ei ole kaikenkattavaa. Tiivistelmä voidaan jättää laatimatta artiklan 7 kohtien 1 a ja b täyttyessä, kun esite koskee muiden kuin osakesidonnaisten arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Edellytyksenä on, että kaupankäynti tapahtuu kokeneiden sijoittajien toimesta säännellyllä markkinalla tai sen tietyllä osa-alueella sekä kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa.[156] Kyseinen kokeneisiin sijoittajiin kohdistuva poikkeussääntely korostaa tiivistelmän alkuperäistä tarkoitusta sekä nostaa puolestaan esiin toisen ääripään, kuten vähittäissijoittajat sekä muut heikommassa asemassa olevat ryhmät, joille tiivistelmän antama informaatio toimii ratkaisevassa roolissa sijoituspäätöstä tehdessä.

---

[154] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/35.
[155] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/36.
[156] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/33.

Siinä missä muu esitteen sisältö voidaan suhteuttaa liikkeeseenlaskijan luonteen sekä arvopaperin tyypin mukaiseksi, tulee tiivistelmä laatia yksinomaan vähittäissijoittajien etuja silmällä pitäen tietyin esiteasetuksessa tarkoin säädetyin muotovaatimuksin.[157] Artiklan 7 kohdan 2 ja 3 vaatimuksissa korostuvat etenkin täsmällisyys, ytimekkyys sekä johdonmukaisuus esitteen muiden tietojen kanssa. Viittaaminen esitteen muihin kohtiin tai viittaamalla esitettyjen tietojen käyttö osana tiivistelmää on kiellettyä. Tiivistelmän tulee olla myös helppolukuinen. Tämä vaatimus kohdistuu sekä tiivistelmässä käytettävään selkeään ja yksinkertaiseen yleiskieleen että myös esitystapaan, asetteluun sekä kirjasinkokoon.[158] Lisäksi tiivistelmässä esitetyn informaation keskeisenä tarkoituksena on tukea yhdenveroisten tiivistelmien vertailua, ja samalla helpottaa sijoittajan päätöksentekoa.[159]

Uusi Listing Act -asetus kuvaa tiivistelmää vastaavalla tavalla sanoin ”keskeinen” ja ”välttämätön” asiakirja, jonka päätarkoitus on toimia ohjeena perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Asetuksen tuomat muutokset pyrkivätkin ensisijaisesti kehittämään tiivistelmän ymmärrettävyyttä sekä helppokäyttöisyyttä vähittäissijoittajien keskuudessa.[160] Kokonaisuudessaan uuden Listing Act -asetuksen tuomat muutokset ovat tiivistelmän osalta maltillisia, eikä tiivistelmän sisältöön ole nähty tarvetta puuttua.

---

[157] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/16.
[158] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/33–36.
[159] HE 111/2018 vp, s. 7.
[160] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.5.

5 Informaation merkitys sijoittajansuojalle

5.1 Informaation laatu korvaa määrän

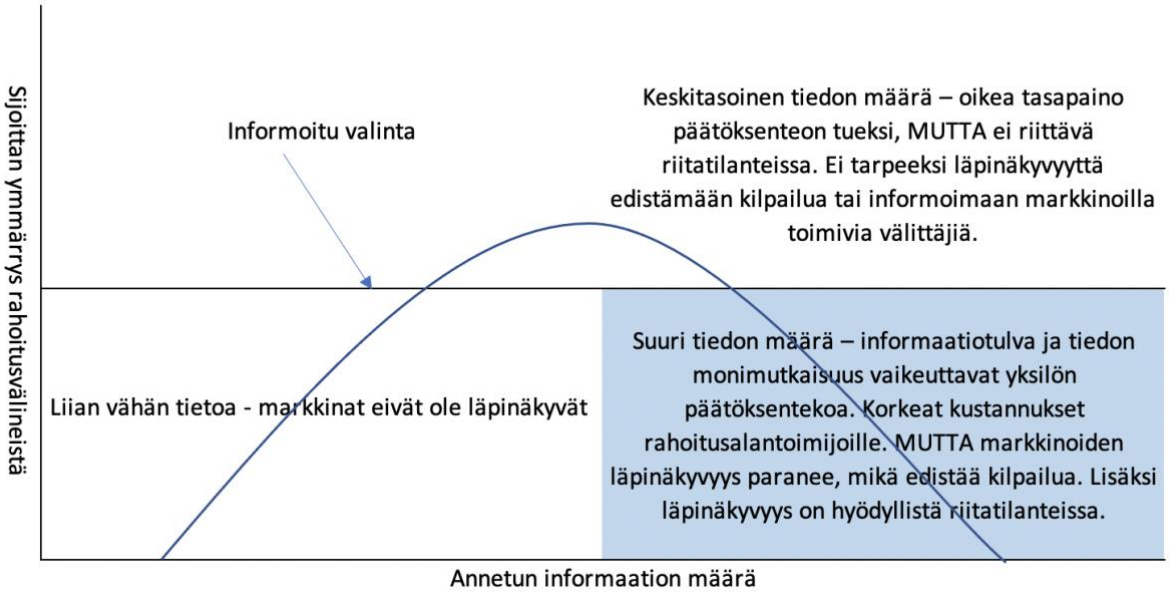
Sijoittajansuojaksi laadittujen tiedonantovelvollisuuksien tarkoituksena on sekä tukea sijoittajan päätöksentekoa että toimia sijoittajan ja liikkeeseenlaskijan välisen suhteen sopimuksena. Mahdollisten erimielisyyksien syntyessä tiedonantovelvollisuuden myötä annetut tiedot toimivat todisteena sille, mitä sijoittajalle todellisuudessa arvopaperista on kerrottu, tai jätetty kertomatta. Erityisesti jälkimmäinen tavoite vaatii, että esitteen informaatio on yksityiskohtaista ja kattavaa. Tämä edellytys on johtanut kuitenkin siihen että, esitteen rooli sijoittajien pääasiallisena tietolähteenä on viime vuosina vähentynyt sen pituuden sekä monimutkaisuuden vuoksi.[161]

Sen sijaan sijoittajan päätöksenteon kannalta merkityksellistä on informaation selkeys sekä olennaisuus. Näin ollen, tiedonantovelvollisuuksien keskeisten tavoitteiden välillä vallitsee ristiriita.[162] Sijoittajansuojaksi laaditun sääntelyn lähtökohtana on ollut alun perin ajatus siitä, että informaation määrä johtaisi parempaan tietämykseen, jolloin keskeinen seikka sijoittajien kyvystä ymmärtää saamaansa tietoa puuttuu. Sääntelyn keinoin ei voida nimittäin suoraan vaikuttaa siihen, miten hyvin sijoittajat kykenevät omaksumaan informaatiota sekä tekemään sen pohjalta perusteltuja ratkaisuja.[163] Tähän ajatusharhaan on kuitenkin pyritty puuttumaan.

Lainsäädännössä onkin yhä kasvavissa määrin otettu huomioon ajatus siitä, että millaista, informaatiota sijoittajille tulisi antaa, jotta se olisi ymmärrettävää ja käytännöllistä – ei niinkään, kuinka paljon tietoa annetaan. Pahimmassa tapauksessa liiallinen sijoittajainformaatio johtaa informaatiotulvaan, jonka seurauksena sijoittajalla on käytössään niin paljoa tietoa, että päätöksenteko monimutkaistuu. Informaatiotulva johtaa tilanteeseen, jossa sijoittaja ei yksinkertaisesti pysty enää käsittelemään tai

[161] HE 111/2018 vp, s. 23.
[162] Euroopan Komissio 2023, s. 99.
[163] Salo 2016, s. 124.

ymmärtämään hänen saamaansa tietoa. Vaarana on epäonnistunut sijoituspäätös sekä sijoituspalvelua tarjoavan tahon vahingonkorvausvastuun realisoituminen. Informaation määrä ei ole kuitenkaan ainoa tekijä, joka vaikuttaa sijoittajan kykyyn analysoida saamaansa tietoa. Vastaavasti informaation monimutkaisuus, sen prosessoimiseen käytettävissä oleva aika sekä sijoittajan kokemus ja tottuneisuus tiedon arvioimiseen ovat tekijöitä, jotka voivat aiheuttaa informaatiotulvan.[164] Alla olevassa kuviossa on kuvattu informaation määrän sekä sijoittajan ymmärryksen välistä suhdetta. Sinisellä taustalla on korostettu osio, joka edustaa EU:n tiedonantovelvollisuuksien oikeudellista kehystä ajalta ennen uuden Listing Act -asetuksen voimaantuloa. Sijoittajien kyky ymmärtää sekä hyödyntää heille annettua informaatiota on vähäinen, mutta tiedon määrä sitä vastoin suuri.



Kuvio 1. Informaation määrän sekä vähittäissijoittajien ymmärryksen välinen suhde.[165]

Finanssivalvonta on ottanut 17.6.2024 julkaistussa markkinat-tiedotteessaan kantaa kevään 2024 esitetarkastuksien perusteella saamiensa esitteiden laatuun sekä lain

[164] Salo 2016, s. 130–132.
[165] Euroopan Komissio 2023, s. 99.

asettamien vaatimuksien täyttämiseen. Finanssivalvonnan julkaisun mukaan toimitetut esitteet ovat olleet sekä heikkolaatuisia että tiedoiltaan puutteellisia. Huomion arvoista onkin, että Finanssivalvonnan kommenttien jälkeen esitteiden olennaisimmat osat, kuten käyttöpääomaa koskevat tiedot ja siihen tiiviisti liittyvät riskit on jouduttu laatijan toimesta muotoilemaan lähes täysin uudelleen. Lisäksi esitteen johdonmukaisuudessa suhteessa muualla esitteessä esitettyihin tietoihin on Finanssivalvonnan mukaan kehitettävää. Finanssivalvonta ohjeistaa kiinnittämään huomiota siis esitteiden laatuun.[166] Sijoittajansuojan näkökulmasta informaation laadun priorisoimista määrän ylitse voidaan pitää sijoittajien etuna.

Uusi Listing Act -asetus pyrkiikin tasapainottamaan sijoittajille annettavan tiedon laadun sekä määrän välisen suhteen sekä parantamaan sijoittajansuojaa. Sääntelykokonaisuus huomioi tehokkaasti aikaisemmat epäkohdat, jotka kohdistuvat nimenomaisesti sijoittajansuojaa heikentäviin seikkoihin, kuten esitteiden pituuteen sekä monimutkaisuuteen. Konkreettisena esimerkkinä voidaan nostaa esiin Listing Act -asetuksen myötä hyväksytty esitteen enimmäispituutta koskeva sivumäärärajoitus. Rajoitusta on perusteltu erityisesti sijoittajan etujen parantamisella, koska tarkoituksena on keskittyä ylimääräisten sekä merkitykseltään vähäisten tietojen karsimiseen.[167]

Lisäksi esitteen luettavuuden parantaminen mahdollistaa sen analysoimisen ja käytön aikaisempaa tehokkaammin, jonka seurauksena sijoittaja kykenee tekemään hänelle suotuisia sijoituspäätöksiä perustellusti. Rajoitus koskee tilanteita, joissa tarjotaan osakkeita yleisölle tai, kun tarkoituksena on ottaa ne kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla. Enimmäissivumäärää koskeva rajoitus ei koske tiivistelmää, viittaamalla sisällytettyjä tietoja, rekisteröintiasiakirjaa tai sellaisia tietoja, jotka liittyvät taloudelliseen historiaan, sitoumuksiin tai muihin olennaisiin muutoksiin. Sääntelyn ulkopuolelle jää myös suuri kirjo monimutkaisia rahoitusvälineitä.[168] Tällaiset

[166] Finanssivalvonta 2024b.
[167] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.4.
[168] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.4.

instrumentit ovat tyypillisesti myös vähittäissijoittajien suosimien sijoituskohteiden ulkopuolella, jonka vuoksi niihin ei ole tarpeen myöskään kohdistaa erityisiä muutoksia luettavuuden ja ymmärrettävyyden suhteen.[169]

Lisäksi uusi Listing Act -asetus määrittelee esitteessä julkaistavia tietoja koskevasta vakiomuodosta sekä -järjestyksestä. Vastaavasti vakiomuodolla sekä -järjestyksellä pyritään karsimaan esitteisiin sisältyvää ylimääräistä informaatiota. Vakiomuoto sekä -järjestys koskee sekä yhtenä asiakirjana laadittavaa perusesitettä että erillisinä asiakirjoina julkaistavia rekisteröintiasiakirjaa sekä arvopaperiliitettä. Näiden muutosten edesauttamiseksi ESMA on velvoitettu laatimaan niin sanottu luonnos teknisiksi täytäntöönpanostandardeiksi, joka sisältää tarkemmat esitteeseen kohdistuvat muotovaatimukset. ESMA:n ohjeistus ottaa huomioon kokonaisuudessaan esitteen mallin, ulkoasun sekä tyylivaatimukset kirjaisinkoosta lähtien.[170]

Muutokset kohdistuvat myös esitteen tiivistelmään. Listing Act tiukentaa entisestään esiteasetuksessa säädettyjä tiivistelmän muotovaatimuksia. Koska tiivistelmän rooli on erityisesti vähittäissijoittajille keskeinen, on muotovaatimukset laadittu erityisesti ajatellen heidän mahdollisuuksiansa analysoida saamaansa tietoa tulevaisuudessa entistä paremmin.[171] Asetuksen voimaantulon myötä tiivistelmässä sallitaan kaavioiden sekä taulukoiden käyttö informaation esittämisen tukena. Lisäksi sekä tiivistelmän eri osioiden että osioiden sisällön välistä järjestystä tarkennetaan ja standardisoidaan.[172] Vastaava esitteen vakiomuotoa ja -järjestystä koskeva lainsäännös on otettu käyttöön myös tiivistelmän kohdalla. Tämän vuoksi on katsottu tarpeelliseksi, että ESMA valmistelee tekniset täytäntöönpanostandardit tarkemmista muotoseikoista ja vaatimuksista vastaavalla tavalla myös tiivistelmän osalta. Standardit sisältävät ohjeet, joilla varmistetaan ymmärrettävän ja selkeän kielen käyttö tiivistelmässä sekä siinä

[169] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.6.
[170] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.5–6.
[171] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.6.
[172] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.22.

annettavien tietojen olennaisuus ja yksinkertaisuus. Tarkoituksena on parantaa tiivistelmän käytettävyyttä vähittäissijoittajien keskuudessa.[173]

Sen lisäksi, että muutokset parantavat esitteen ymmärrettävyyttä sekä käyttäjäystävällisyyttä, muutos palvelee koko unionin yhteisen pääomamarkkinan toteutumista. Vastaavasti yhdenmukaisten esiteasiakirjojen voidaan katsoa edistävän yhtenäisen sijoittajansuojan muodostumista jäsenvaltioiden välillä, helpottavan esitteiden vertailukelpoisuutta sekä parantavan sijoittajien tasapuolisia mahdollisuuksia sijoittaa entistä helpommin myös oman kotivaltionsa ulkopuolella oleviin arvopapereihin.[174]

Lisäksi kuten yllä todettiin, sijoittajansuojaksi laadittujen tiedonantovelvollisuuksien tehokkuus on riippuvainen myös ajasta, joka sijoittajille on annettu informaatioon tutustumiseksi. Esiteasetuksen artiklan 21 kohdan 1 mukaisesti, kun yleisölle tarjotaan ensimmäistä kertaa osakelajia tai, joka otetaan kaupankäynnin kohteeksi ensimmäisen kerran säännellyllä markkinalla, on esite asetettava yleisön saataville vähintään kuusi työpäivää ennen tarjouksen loppumista. Muussa tapauksessa esite on julkaistava kohtuullisessa ajassa.[175] Tätä kuuden päivän vähimmäisaikaa koskevaa säännöstä on kuitenkin tarkoitus lyhentää uudella Listing Act -asetuksella kolmeen työpäivään.[176] Aikarajoituksen lyhentämisen tarkoituksena on sujuvoittaa tarjouskirjamenettelyprosesseja sekä lisätä vähittäissijoittajien kiinnostusta tällaisia anteja kohtaan heikentämättä kuitenkaan sijoittajansuojaa.[177]

Lyhentämällä aikaa, joka sijoittajille annetaan esitteeseen tutustumiseen, johtaa luonnollisesti muun saatavilla olevan materiaalin merkityksen kasvuun. Esimerkiksi Euroopan Komission toteuttaman tutkimuksen perusteella avaintietoasiakirjojen

---

[173] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.5.
[174] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.4.
[175] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/49.
[176] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.29.
[177] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s.10.

antamisen ajankohdalla on suuri merkitys vähittäissijoittajan päätöksenteolle, joka heikentää kyseisten asiakirjojen käyttämistä sijoittajan päätöksenteon ensisijaisena lähteenä.[178] Tilanteessa, joissa virallinen listalleottoesite julkaistaan kolme päivää ennen tarjouksen päättymistä, on potentiaalinen sijoittaja mitä luultavammin ehtinyt tehdä sijoituspäätöksensä muiden lähteiden perusteella. Uhkana on, että päätös perustuu puutteellisiin tietoihin, mikä puolestaan johtaa sijoittajan kannalta epäedulliseen lopputulokseen.

5.2 Tiivistelmän merkitys sijoittajansuojalle

Tiivistelmää voidaan pitää asemansa puolesta hyvin poikkeuksellisena suhteessa esitteen muihin osiin nähden. Tämä näkyy erityisesti tiivistelmään kohdistuvissa vaatimuksissa. Lainsäätäjä on halunnut jo esimerkiksi lain esitöissä painottaa tiivistelmän merkitystä ja roolia sijoittajille sekä sijoittajansuojalle, joka näkyy muun muassa yksinkertaisuuden sekä helppolukuisuuden korostamisessa sekä enimmäispituuteen kohdistetuista rajoituksista. Tarkoituksena on ollut luoda helposti lähestyttävä ja käytettävä asiakirja, jota erityisesti vähittäissijoittajat voivat hyödyntää tietolähteenään ja mahdollisuutena perehtyä tarjolla oleviin listautumisanteihin.[179]

Tiivistelmä toimii usein siis ratkaisevana tekijänä sen suhteen, että perehtyykö sijoittaja ollenkaan esitteen muihin osioihin. Myös lainsäätäjä on päätynyt vastaavanlaiseen johtopäätökseen esiteasetuksen johdanto-osiossa. Tiivistelmän pituusrajoitusta perustellaan esimerkiksi vedoten siihen, etteivät sijoittajat välttelisi tiivistelmän lukemista, jos kyseinen osio pidetään mahdollisimman lyhyenä ja yksinkertaisena. Lisäksi liikkeeseenlaskija joutuu pituusrajan seurauksena karsimaan sijoittajan kannalta epäolennaisia tietoja.[180] Toisaalta taas tiivistelmää on tietyissä tilanteissa mahdollista pidentää. Näin voidaan varmistaa, että sijoittajan päätöksenteon kannalta merkittävät

[178] Euroopan Komissio 2023, s. 15.
[179] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/16.
[180] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/16.

tiedot eivät jää huomaamatta. Esimerkiksi arvopaperiin liittyvää takausta voidaan puolestaan pitää niin keskeisenä tietona, että sen jättämättä kertominen osana tiivistelmää muodostaisi kohtuuttoman riskin.[181]

Siitä huolimatta, että tiivistelmää luonnehditaan itsenäiseksi esitteen osaksi, ei sitä voida yksinomaan pitää riittävänä välineenä perustellun sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tämä huomio on sisällytetty myös esiteasetukseen, jonka artiklassa 7 kohdassa 1 tiivistelmään viitataan sanoin ”luettuna yhdessä esitteen muiden osien kanssa toimii sijoittajien apuna niiden harkitessa sijoittamista arvopapereihin”. [182] Esiteasetuksen mukaisesti tiivistelmään perehtymisen jälkeen sijoittajan tulee tarkastaa esite kokonaisuudessaan.[183] Lisäksi esiteasetuksen artiklan 7 kohdan 5 toisessa alakohdassa todetaan, että sijoittajalle on tiivistelmässä ilmoitettava, että sijoittajan tekemän sijoituspäätöksen tulee perustua koko esitteeseen – ei vain tiivistelmään.[184]

Lainsäätäjän asettamista lähtökohdista huolimatta käytäntö osoittaa toisin. Silmäilevä lukutyyli on vakiinnuttanut paikkansa osana nyky-yhteiskuntaa, jossa on tarpeen lyhyessä ajassa omaksua suuri määrä tietoa. On tutkittu, että silmäillen lukevat henkilöt kiinnittävät enemmän huomiota esimerkiksi asiakirjojen alussa oleviin sivuihin kuin lopussa oleviin. Vastaavasti silmäilevä lukutyyli painottaa sivun ensimmäistä kappaletta sekä erityisesti ensimmäistä kappaleenpuoliskoa. [185] Silmäilyä hyödynnetään tehokkaasti myös virallisten asiakirjojen yhteydessä. Euroopan komission toteuttamassa tutkimuksessa todetaankin, että suurella osalla sijoittajista on tapana silmäillä esitteet sekä muut vastaavanlaiset informatiiviset dokumentit.[186]

Myös niin sanottujen silmänliiketutkimuksien (eye-tracking) avulla on voitu perehtyä sijoittajien käyttäytymiseen sekä erityisesti siihen, millaisiin asioihin he kiinnittävät

---

[181] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/36.
[182] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129, s. 33.
[183] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129, s. 16.
[184] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129 s.34.
[185] Duggan & Payne 2009, s. 90.
[186] Euroopan komissio 2023, s. 91.

lukiessaan huomiota. Silmänliiketutkimuksien perusteella on esimerkiksi voitu todistaa, että vahvistusharhan seurauksena sijoittajilla on taipumusta painottaa erityisesti sellaista tietoa, joka vahvistaa heidän jo tekemäänsä päätöstä.[187] Edellä mainitut seikat korostavat tiivistelmän ratkaisevaa merkitystä sijoittajansuojan kannalta. On todennäköistä, ettei sijoittaja ehdi tai motivoidu perehtymään koko esitteeseen, jolloin tiivistelmästä muodostuu käytännössä sijoittajan keskeisin tiedonlähde sijoituspäätöksen tueksi. Näin ollen, sijoittajan päätöksenteon turvaamiseksi tiivistelmään kohdistuvat muoto- kieli- sekä tyylivaatimukset on ollut syytä asettaa korkealle.

Uuden Listing Act -asetuksen voimaantulon myötä tiivistelmän merkitystä ja asemaa korostetaan entisestään. Edellä mainittujen muotovaatimuksien lisäksi nimittäin tiivistelmässä käytettävään kieleen kohdistetaan vähittäissijoittajan suojaksi laadittua sääntelyä. Esiteasetuksen artiklan 27 lähtökohtana on, että esite julkaistaan maan sisäisessä yleisölle tarjoamisessa tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisessa kotijäsenvaltion virallisella kielellä. Rajat ylittävissä tapauksissa on sallittua käyttää myös yleistä kansainvälisesti rahoitusalalla käytössä olevaa kieltä. Tämän pääsäännön ulkopuolelle jää kuitenkin esitteen tiivistelmä, jonka tulee olla sijoittajien saatavilla kohdemarkkinan jäsenvaltion virallisella kielellä tai muulla jäsenvaltion viranomaisen hyväksymällä kielellä maasta huolimatta.[188] Listing Act -asetus tarjoaa jatkossa kuitenkin mahdollisuuden käyttää esitteessä yleisesti rahoitusalalla käytössä olevaa kansainvälistä kieltä, olipa kyse maan sisäisestä tai jäsenvaltion rajat ylittävästä tilanteesta. Sen sijaan tiivistelmä on edelleen sijoittajansuojan varmistamiseksi laadittava kohdemarkkinan viranomaisen hyväksymällä kielellä.[189]

Tiivistelmälle annetusta painoarvosta sekä merkityksestä sijoittajille viestivät myös esiteasetuksen 11 artiklassa erikseen listatut vastuut. Poikkeuksellisen säännöksestä

---

[187] Salo 2016, s. 133.
[188] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129, s. 56.
[189] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.11.

tekee kyseisen artiklan kohdassa 2 listatut seuraamukset, jotka koskevat siviilioikeudellisen vastuun ulottamista esitteen tiedoista vastuussa olleisiin henkilöihin. Siviilioikeudellinen vastuu voidaan nimittäin kohdistaa tiivistelmän laatineisiin henkilöihin vain siinä tapauksessa, että tiivistelmä on harhaanjohtava, epätarkka tai epäjohdonmukainen suhteessa esitteen muihin osiin, tai tiivistelmästä puuttuu sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavia keskeisiä tietoja. [190] Lisäksi tieto siviilioikeudellista vastuusta tiivistelmän osalta on mainittava varoituksena esiteasetuksen artiklan 7 kohdan 4a mukaisessa tiivistelmän johdanto-osiossa.[191]

Säännös on implementoitu osaksi arvopaperimarkkinalakia. Kyseinen arvopaperimarkkinalain 16 luvun 2 §:n mukainen säännös on poikkeus verrattuna 16 luvun 1 § pääsääntöön, joka velvoittaa vahingonkorvaukseen toiminnasta, joka on lain vastaista arvopaperilain, ja sen nojalla annettujen säännösten, esiteasetuksen, markkinoiden väärinkäyttöasetuksen tai muun pykälässä listatun lain nojalla. Kyseinen yleissäännös tulee siis ensisijaisesti sovellettavaksi arvopaperimarkkinalain vastaisissa vahinkotilanteissa.[192]

Sen sijaan AML 16:2 § säännös korostaa tiivistelmän ratkaisevaa roolia sijoittajan päätöksenteossa. Tämän seurauksena on katsottu tarpeelliseksi poikkeuksellisesti rajoittaa liikkeeseenlaskijan vastuuta tilanteissa, joissa sijoittaja lukee ainoastaan tiivistelmän ennen sijoituspäätöksensä tekoa.[193] Säännöksen nojalla sijoittajalla ei ole oikeutta vahingonkorvaukseen, mikäli hän ei todellisuudessa ole perehtynyt esitteeseen kokonaisuudessaan.[194] Erityissäännöksen keskeisenä tavoitteena on sijoittajan vastuun nimenomainen korostaminen.

---

[190] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/41.
[191] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/34.
[192] Norros & Kaisanlahti 2021, s.15.
[193] HE 32/2012 s. 174.
[194] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 21.

Sen sijaan käytäntö osoittaa viitteitä päinvastaiseen suuntaan, ja todellisuudessa vähittäissijoittajat, kuten kuluttajat, harvoin perehtyvät koko esitteeseen tai puolivuotiskatsaukseen.[195] Lain lähtökohtana on vaatimus siitä, että sijoittaja perehtyy, ja perustaa sijoituspäätöksensä koko esitteeseen. Todellisuudessa esitteen tiivistelmään ja sen sisältöön kohdistetut edellytykset tarjoavat sijoittajille erinomaisen mahdollisuuden päästä helposti käsiksi olennaisiin tietoihin, ja tätä myöten syyn jättää perehtymättä esitteen muihin osiin.

5.3 Sijoittajan selonottovelvollisuus

Edellisen kappaleen mukaisesti sijoittajan omaa toimintaa tai roolia ei voida pitää täysin merkityksettömänä sijoittajansuojan kannalta, vaikka sijoittajansuojan ydin muodostuukin liikkeeseenlaskijaan kohdistuvista tiedonantovelvollisuuksista. Vastaavanlainen huomio on tehty myös KKO:n ratkaisun 2015:93 perusteluissa. Tapauksessa oli kyse obligaation liikkeeseenlaskun yhteydessä annetusta virheellisestä sekä harhaanjohtavasta markkinoinnista, sekä toisaalta sijoitustuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuuksien sekä sijoittajan selonottovelvollisuuksien välisestä suhteesta. Markkinointimateriaalissa oli jätetty mainitsematta liikkeeseenlaskijaan kohdistuvasta maksukyvyttömyysriskistä. Kyseinen riski ilmeni kuitenkin liikkeeseenlaskun yhteydessä julkaistusta esitteestä. Lisäksi markkinointimateriaalissa oli kerrottu, ettei obligaatioon tulisi sijoittaa tutustumatta viralliseen esitteeseen. Tapauksessa 500 000 euroa sijoittanut A ei ollut ennen sijoituksen tekoa perehtynyt esitteeseen, ja menetti osan pääomastaan liikkeeseenlaskijan konkurssin myötä.[196]

Korkein oikeus on ratkaisussa todennut, että sijoittajansuojasääntely velvoittaa sijoittajaa toimimaan asian vaatimalla huolellisuudella, vaikka totuus on, etteivät sijoittajat perehdy perusteellisesti saamaansa aineistoon. KKO:n käsiteltäväksi

---

[195] HE 32/2012 s. 174
[196] KKO: 2015:93

edenneessä tapauksessa 2015:93 korkein oikeus on johtopäätöksissään todennut, että sijoittaja A on laiminlyönyt huolellisuusvelvoitteensa, kun hän on jättänyt perehtymättä tarjolla olleeseen materiaaliin. KKO:n ratkaisussa painoarvoa annettiin lopulta kuitenkin enemmän yhtiön harhaanjohtavalle markkinoinnille kuin A:n huolellisuusvelvoitteen laiminlyönnille.[197]

Sijoittajan huolellisuusvelvoitteeseen voidaan viitata myös sijoittajan selonottovelvollisuudella, joka on merkittävä sijoittajiin kohdistettu toimintaodotus. Selonottovelvollisuutta pidetään liikkeeseenlaskijaan tai tuotteen tarjoajaan kohdistettujen tiedonantovelvollisuuksien vastinparina. [198] Sijoittajan selonottovelvollisuus edellyttää, että sijoittaja itse tutustuu hänelle annettuihin tietoihin harkitessaan sijoituksen tekoa ja ennen lopullista päätöstä. Järkevän sijoittajan standardin mukaisesti sijoittajan tulisi perehtyä ja analysoida kohtuullisen huolellisesti saamaansa informaatiota. Jos sijoittaja laiminlyö oman selonottovelvollisuutensa, ei hän voi myöskään vedota sellaiseen seikkaan, josta hänen olisi pitänyt tietää, mutta johon sijoittaja ei tosiasiassa ole tutustunut. Sijoittajan selonottovelvollisuutta ei ole kirjoitettu lakiin, mutta tuotteiden tarjoajiin kohdistetut tiedonantovelvollisuudet perustuvat lähtökohtiin, jotka olettavat järkevästi toimivan sijoittajan tutustuvan saamiinsa tietoihin.[199]

Jos sijoittaja laiminlyö oman selonottovelvollisuutensa, tulee hänen ymmärtää, ettei hänellä ole juurikaan mahdollisuuksia menestyä aihetta koskevassa riita-asiassa. Myöskään tuotetta tarjoava taho ei tiedonantovellisuutensa laiminlyödessä voi vedota siihen seikkaan, ettei sijoittaja olisi oman selonottovelvollisuutensa nojalla perehtynyt annettuihin tietoihin. [200] KKO:n ennakkopäätökseen 2015:93 perustuen tuotteen tarjoajan tiedonantovelvollisuutta voidaan pitää ensisijaisena selonottovelvollisuuteen nähden. Sijoittajan selonottovelvollisuus ulottuu kuitenkin laajalle ja materiaalin

---

[197] KKO: 2015:93.
[198] Luukkonen 2016, s. 119.
[199] Luukkonen 2016, s. 141.
[200] Luukkonen 2016, s. 142.

suuresta määrästä huolimatta sijoittaja on velvollinen siihen perehtymään kokonaisuudessaan. Selonottovelvollisuuden arvioinnissa on otettava huomioon kokonaisvaltaisesti kuitenkin sijoittajaprofiili, sijoittajan subjektiiviset ominaisuudet sekä olosuhteet, joiden tasoon nähden tarvittaessa muovataan selonottovelvollisuudelle asetettuja odotuksia.[201]

5.4 Informaatiovelvoitteiden täyttäminen oikeudellisen muotoilun avulla

Euroopan komission toteuttaman tutkimuksen mukaan vähittäissijoittajien kyky ymmärtää sijoittajainformaatiota sekä hyödyntää tätä sijoituspäätöksien tukena on tiukasti sidoksissa informaation mielekkyyteen. Tutkimuksen mukaan sijoittajien huomion herättäminen on jopa edellytys tiedon sisäistämiselle ja järkevälle päätöksenteolle. Lainsäädännön nykytila huomioikin ennen kaikkea tiedon saavutettavuuden ja saatavuuden, mutta ei juurikaan keskity asiakirjojen kiinnostavuuden lisäämiseen. [202] Vähittäissijoittajille tarjottava standardisoitu informaatio ei siis ole itsessään riittävää, jotta vähittäissijoittaja hyödyntäisi sitä onnistuneesti päätöksenteossaan.[203]

Asiakirjojen mielenkiintoa, ymmärrettävyyttä ja sitä kautta myös sijoittajansuojaa on mahdollista edistää kuitenkin Legal Designin (suom. oikeudellinen muotoilu) keinoin, joka perustuu nimenomaan informaation laadun ja merkityksen kehittämiseen. [204] Oikeudellisen muotoilun tarkoituksena on muovata oikeudellisesta informaatiosta, palveluista tai tuotteista käyttäjäystävällisiä versioita hyödyntäen esimerkiksi visualisointia, korostuksia tai interaktiivisia elementtejä. Yleisimpiä oikeudellisen muotoilun työkaluja ovatkin edellä mainittujen lisäksi yksinkertaistaminen,

---

[201] Luukkonen 2016, s. 169.
[202] Euroopan komissio 2023, s. 14.
[203] Euroopan komissio 2023, s. 97.
[204] Corrales Compagnucci & muut 2021, s. 3.

kerrostaminen, muotoilumallien käyttö sekä tekoälytyökalut. Oikeudellinen muotoilu ei siis pyri korvaamaan alkuperäistä tekstiä vaan ennen kaikkea täydentää sitä erilaisten työvälineiden avulla, jotta lopputuloksena olisi ymmärrettäviä ja intressitahoaan paremmin palvelevia asiakokonaisuuksia.[205]

Oikeudellista muotoilua voidaan siis kuvailla menetelmäksi, jonka tarkoituksena on kehittää lain ja yksilön välistä vuorovaikutusta sekä uudistaa oikeudellisia ajattelutapoja.[206] Sen lisäksi, että oikeudellinen muotoilu nähdään keinona lisätä oikeuden saatavuutta eri väestöryhmien välillä kehittämällä parempia tapoja hahmottaa vaikealukuista tekstiä ja monimutkaisia termejä, on kyse myös niin sanotusta ennaltaehkäisevästä oikeudesta (proactive law). Oikeudellisen muotoilun avulla voidaan korostaa niitä yhteiskunnalle suotuisia toimintamalleja sekä ennaltaehkäistä vastaavasti erimielisyyksien syntyminen intressitahojen välille.[207] Oikeudellista muotoilua onkin hyödynnetty jo tehokkaasti esimerkiksi roboneuvonnassa tai erilaisissa kaupallisissa sopimuksissa.[208] Näin ollen, erilaisten elementtien ja tehokeinojen ulottaminen osaksi esitettä ja tiivistelmää edistäisi vastaavalla tavalla vähittäissijoittajien etuja, vaikka ympäristö muuttuisikin.

Oikeudellisen muotoilun, kuten interaktiivisuuden ja tiedon kerrostamisen, etuina onkin katsottu olevan informaatiotulvan välttäminen sekä sijoittajan kannalta kaikkein relevantimpien asioiden korostaminen.[209] Tämän seurauksena sijoittajat kykenevät myös vain esitettä silmäilemällä erottamaan keskeiset tiedot epäolennaisten joukosta.[210] Lisäksi kielen yksinkertaistaminen ja esimerkkien käyttäminen osana tekstiä kasvattavat vähittäissijoittajien ymmärryskykyä.[211] Myös Luukkonen toteaa artikkelissaan tiedon

[205] Salo-Lahti 2022, s. 685–687.
[206] Corrales Compagnucci & muut 2021, s. 64.
[207] Corrales Compagnucci & muut 2021, s. 3.
[208] Salo-Lahti 2022, s. 685–687.
[209] Euroopan komissio 2023, s. 15.
[210] Euroopan komissio 2023, s. 90.
[211] Euroopan komissio 2023, s. 97.

yksinkertaistamisen olevan helpoin keino kannustaa sijoittajia perehtymään esitteisiin kokonaisuudessaan.[212]

Oikeudellisen muotoilun näkökulmat ovat otettu huomioon myös uuden Listing Act -asetuksen vaatimuksissa, joka samalla vahvistaa tiedon määrää ja laatua koskevan keskeisen kehityssuunnan olemassaoloa. Euroopan parlamentti ja neuvosto ovat katsoneet, että liikkeeseenlaskijat saavat jatkossa ilmaista esitteen tiivistelmän tietoja kaavioiden tai taulukoiden avulla, kuitenkin esiteasetuksella asetettujen enimmäispituuden rajoissa.[213] Säädöksellä on suora positiivinen vaikutus myös sijoittajansuojalle. Taulukot ja kaaviot visualisoivat tiivistelmää, joka puolestaan edistää tiivistelmän helppolukuisuutta sekä ymmärrettävyyttä erityisesti vähittäissijoittajien näkökulmasta.

Vastaavasti Listing Act -asetuksen säännökset koskien ESMA:n toimesta laadittavia teknisiä täytäntöönpanostandardeja, ja niiden sisältämiä muotovaatimuksia, kertovat myös oikeudellisen muotoilun kasvavasta asemasta oikeudellisessa ja taloudellisessa ympäristössä. Tekniset täytäntöönpanostandardit antavat jatkossa ohjeet sekä esitteen että tiivistelmän mallista, ulkoasusta, kirjasinkoosta sekä muista tyyliseikoista huomioiden erilaiset sijoittajaluokittelut. Myös esitteen tietojen ymmärrettävyyteen sekä käyttäjäystävällisyyden parantamiseen on otettu kantaa standardeissa.[214] Oikeudellisen muotoilun keskeisimmät tavoitteet on siis huomioitu hyvin uuden Listing Act -asetuksen vaatimuksissa.

Lisäksi aikaisemman oikeudellisen kehyksen kipukohtiin on selkeästi puututtu. Listing Act pyrkii konkreettisin toimin, kuten muotovaatimuksien ja sivurajoituksin, edistämään asiakirjojen helppokäyttöisyyttä, kun taas aikaisempi esiteasetus määritteli pitkälti raamit esitteessä mainittaville pakollisille tiedoille.[215] Lisäksi Listing Act -asetuksessa

[212] Luukkonen 2016, s. 170.
[213] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809, s. 5.
[214] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809, s. 5.
[215] Euroopan komissio 2023, s. 91.

hyödynnettyjen oikeudellisen muotoilun keinoilla on mahdollista vahvistaa esitteen asemaa ja edistää sen palautumista sijoittajien ensisijaiseksi tiedonlähteeksi. Erityisesti oikeudellisen muotoilun avulla voidaan parantaa esitteen houkuttelevuutta ja luettavuutta kokonaisuudessaan. Tämä osaltaan vähentää riskiä siitä, että sijoittajat tukeutuisivat yksinomaan tiivistelmän tai markkinointimateriaalin varaan ja perustaisivat sijoituspäätöksensä pelkästään niihin, mikä nimenomaan on vastoin esimerkiksi esiteasetuksen 7 artiklan 1 kohdan periaatetta.

Euroopan komission toteuttaman tutkimuksen mukaan standardimuotoisten esitteiden laatiminen on myönteinen asia myös markkinoiden läpinäkyvyyden edistämisen näkökulmasta. Standardoidut esitteet tai muut tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi laadittavat asiakirjat keskittyvät välittämään keskeiset tiedot sijoittajille kohtuullisen tiiviissä muodossa sekä luomaan esitteistä keskenään vertailukelpoisia. Vaatimus tiedonantodokumentteja koskevasta vertailukelpoisuudesta kohdistuu sekä saman sijoitustuotetyypin sisällä oleviin tuotteisiin että eri tuoteryhmiin.[216] Tutkimuksen mukaan nimittäin vähittäissijoittajat vertailevat eri sijoitustuotteita keskenään ja tekevät tuotehakuja ennen sijoituspäätöksen tekoa.[217] Esitteiden vertailukelpoisuuden parantaminen johtaa myös vähittäissijoittajien aseman kohentumiseen.

Oikeudellisen muotoilun keinot edistävät myös AML 1:3 §:n yleissäännöksen toteutumista. Nimittäin esitteen ymmärrettävyyden, selkeyden sekä vertailukelpoisuuden parantaminen, esimerkiksi hyödyntämällä kaavioita ja kerrostamista, ennaltaehkäisee myös sijoittajan harhaanjohtamista. Tämän voidaan puolestaan katsoa heijastuvan sijoittajan sekä liikkeeseenlaskijan tai arvopaperia tarjoavan tahon välisien konfliktitilanteiden määrään, mikä on taas sekä sijoittajien että liikkeeseenlaskijoiden etu.

---

[216] Euroopan komissio 2023, s. 96.
[217] Euroopan komissio 2023, s. 90.

5.5 Markkinoinnissa käytettävä informaatio

Esitteen lisäksi yhtiö laatii käytettäväkseen paljon muutakin materiaalia, jota on tarkoitus hyödyntää säännellylle markkinalle listautumisen yhteydessä. Lähtökohtaisesti materiaalia luodaan arvopaperin markkinoinnin tueksi. Markkinoinnin painoarvo on listautuessa suuri, koska epäonnistunut listautumisyritys vaikuttaa negatiivisesti sekä yhtiön että listautumisessa mukana olleiden muiden tahojen, kuten esimerkiksi investointipankin maineeseen.[218]

Hallituksen esityksessä todetaan, että ei-ammattimaiset asiakkaat perehtyvät ensisijaisesti arvopaperia koskevaan markkinointiaineistoon esitteiden sijasta aineiston yksinkertaisemman luonteen vuoksi. [219] Lisäksi markkinointimateriaalin sisältämä informaatio koetaan usein myös näkyvämpänä, samaistuttavampana sekä kiinnostavampana kuin itse esite, jolloin vähittäissijoittaja saattaa jättää sen kokonaan huomiotta sijoituspäätöstä tehdessä.[220] Tästä syystä myös markkinointi tarkoituksessa annetun informaation painoarvo sijoittajille on olennainen. Lainsäätäjä onkin katsonut tarpeelliseksi sijoittajan suojaamiseksi ulottaa liikkeeseenlaskijan tiedonantovellisuuteen kohdistuvan sääntelyn koskemaan monipuolisesti myös erilaisia markkinointitilanteita sekä niissä annettavan informaation laatuun.

Arvopaperin mainonnan lähtökohtana toimii AML 1:3 § yleissäännös koskien kieltoa antaa totuudenvastaisia sekä harhaanjohtavia tietoja, joka koskee erityisesti juuri elinkeinotoiminnan markkinointi- sekä vaihdantatilanteita. Yksityiskohtaisempaa ja täsmentävää sääntelyä sisältyy myös esiteasetukseen. Asetuksen 22 artikla kokonaisuudessaan kohdistuu arvopaperin yleisölle tarjoamisen sekä kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä käytettävään mainontaan.

---

[218] Lindström & Lindström 2011, KPL 14.3.
[219] HE 111/2018 vp, s. 34.
[220] Euroopan Komissio 2023, s.99.

Markkinoinnin määritelmä on arvopaperilainsäädännössä hyvin laaja-alainen. Arvopaperin markkinoinniksi luetaan laajalti erilaiset keinot, joiden tarkoituksena on edistää arvopaperin liikkeeseen saattamista sekä vaihdantaa. [221] Tällaiseksi on tunnistettu muun muassa yleisö- ja suoramarkkinointi, kuten mainoskirjeet tai sosiaalisen median julkaisut. Lisäksi arvopaperin markkinointia ovat liikkeeseenlaskijan tai arvopaperia tarjoavan tahon järjestämät sijoittajatilaisuudet, vaikka niissä ei vielä solmittaisi myynti- tai ostotarjouksia. Markkinointi ulottuu myös suullisesti annettuihin tietoihin. Yksittäiselle sijoittajalle annetut tiedot kauppaneuvotteluissa, kirjallisesti tai suullisesti, sekä liikkeeseenlaskijayrityksen tai yhtiön johdon esittämät kommentit sekä mielipiteet voidaan lukea markkinoinniksi. [222] Sekä markkinointimateriaaliin että suullisesti annettuihin tietoihin liittyy yksi erityisen mielenkiintoinen seikka, joka perustuu myös samaiseen edellä mainittuun KKO:n ennakkopäätökseen vuodelta 2015. Ennakkopäätöksen lopputuloksen nojalla nimittäin suullisesti tai markkinointimateriaalin muodossa annettuja tietoja voidaan pitää ensisijaisina muuhun materiaaliin nähden. [223] Kyseisen ratkaisun lopputulema korostaa entisestään markkinoinnissa käytettävän informaation merkitystä sijoittajansuojalle.

Esiteasetuksen 22 artiklan 3 kohta velvoittaa, että arvopaperin markkinointimateriaali on selkeästi pystyttävä erottamaan markkinoinniksi. Markkinoinnin yhteydessä annettujen tietojen tulee olla linjassa esitteen tietojen kanssa eikä ne saa olla sisällöltään harhaanjohtavia. Sijoittajansuojaksi informaation tulee olla selkeää ja johdonmukaista. Lisäksi artiklan 22 kohta 4 edellyttää kaikilta sekä suullisesti että kirjallisesti annetuilta tiedoilta yhdenmukaisuutta esitteen tietojen kanssa, vaikka tietoa ei olisi annettu markkinointitarkoituksessa. Tilanteissa, joissa olennaista tietoa on jaettu yhdelle tai useammalle sijoittajalle, on liikkeeseenlaskija tai tarjoaja velvollinen antamaan vastaavat tiedot joko sisällyttämällä ne esitteeseen tai muulla tavoin, jos kyseiseen liikkeeseenlaskijaan ei sovellu esitteenlaatimisvelvollisuus. Lisäksi mainonnan

[221] HE 32/2012 vp, s. 95.
[222] Norros & Kaisanlahti 2021, s. 109.
[223] Luukkonen 2016, s. 169.

yhteydessä on kerrottava arvopaperiin liittyvän esitteen julkaisemisesta sekä informoitava, missä sijoittajat voivat tutustua esitteeseen tarkemmin.[224]

Ei-ammattimaisen asiakkaan saaman suojan kannalta huomionarvoinen seikka on myös kuluttajansuojalainsäädäntö, jonka säännöksistä voidaan tarvittaessa hakea tukea sekä esiteasetuksen että AML sääntelylle. Muun lainsäädännön lisäksi kuluttajille kohdistettuun markkinointiin, joka tapahtuu elinkeinonharjoittajan toimesta, soveltuu kuluttajansuojalain 2 luvun 1 § koskien hyvän tavan vastaista markkinointia sekä sopimatonta menettelyä. KSL 2:1 § mukaan ” Markkinointi ei saa olla hyvän tavan vastaista eikä siinä saa käyttää kuluttajien kannalta sopimatonta menettelyä. Sopimatonta menettelyä ei saa käyttää myöskään asiakassuhteessa.”[225] Lainkohdan tarkoittamaa sopimatonta menettelyä tarkennetaan KSL:n luvussa 2, jonka 3 §:n nojalla menettelyä voidaan pitää sopimattomana muuan muassa silloin, kun se heikentää kuluttajan kykyä tehdä perusteltuja päätöksiä. Tällaisessa tilanteessa menettelyn sopimattomuuden kannalta tulee arvioitavaksi kuluttajaryhmän alttius.

Lainsäätäjä on lisäksi nähnyt tarpeelliseksi säätää sopimattoman menettelytavan lisäksi erikseen kiellosta koskien aggressiivisia menettelyitä markkinoinnissa sekä asiakassuhteessa. Aggressiivisia menettelytapoja ovat KSL 2:9 § nojalla häirintä, pakottaminen sekä muu painostaminen, joka johtaa kuluttajan tekemään päätöksen, jota hän ei olisi ilman kyseistä toimintatapaa toteuttanut.[226] Edellä mainitut KSL 2:3 § sekä KSL 2:9 § ovat pakottavaa sääntelyä myös arvopaperimarkkinalain soveltamisalalla. [227] Lisäksi laissa säädetään AML kaltaisesti kiellosta antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja sekä muista elinkeinonharjoittajaa koskevista tiedonantovelvollisuuksista. [228] KSL säännökset vastaavat sisällöltään pitkälti

[224] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.45–46.
[225] HE 32/2012 vp, s. 97.
[226] Kuluttajansuojalaki 38/1978, 2:9.
[227] HE 32/2012 vp, s. 97.
[228] Kuluttajansuojalaki 38/1978, 2:6-8a.

AML vastaavia säännöksiä ja vahvistavat entisestään ei-ammattimaiseen asiakkaaseen kohdistuvaa sijoittajansuojaa.

5.6 Muun lainsäädännön tuki

Esiteasetuksella sekä arvopaperimarkkinalailla säädetyt tiedonantovelvollisuudet saavat tukea myös muualta lainsäädännöstä edellä mainitun KSL:n lisäksi, mikä entisestään korostaa niiden roolia sijoittajansuojan ilmentymänä. MiFID II -direktiivin 2 jakso käsittelee esimerkiksi kokonaisuudessaan sellaisia säännöksiä, joiden avulla voidaan varmistaa sijoittajansuoja. Direktiiviä sovelletaan sijoituspalveluyrityksiin, säänneltyihin markkinoihin, raportointipalveluiden tarjoajiin sekä muihin sijoituspalveluita tarjoaviin tahoihin unionin alueella.[229] Rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskun järjestäminen luetaan direktiivin mukaiseksi sijoituspalveluksi ja -toiminnaksi.[230]

MiFID II -direktiivin 24 artiklan mukaisena yleisenä periaatteena mainitaan muun muassa sijoituspalveluyrityksen rehellinen, yhdenmukainen sekä asiakkaan etujen mukainen toiminta. Lisäksi yrityksen käyttämiltä kaikilta tiedoilta sekä markkinointiviestinnältä vaaditaan selkeyttä – se on kyettävä tunnistamaan markkinointiviestinnäksi, eikä se saa johtaa asiakkaita harhaan.[231] Kyseinen 24 artiklan 3 kohta on sisällöltään vastaava sekä AML 1:3 § että esiteasetuksen 22 artiklan kanssa.

Direktiivi asettaa lisäksi muotovaatimuksia tiedoille, joiden pohjalta asiakkaan on mahdollista tehdä perusteltu sijoituspäätös. Tiedot tulee esittää ymmärrettävässä muodossa niin, että asiakas hahmottaa tarjottavan sijoituspalvelun tai rahoitusvälineen luonteen sekä olennaiset riskit. Jäsenvaltiot saavat hyödyntää tietojen esittämisessä vakiomuotoa.[232] Tietoja annettaessa MiFID II -direktiivi edellyttää tarjottavan palvelun

[229] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/374.
[230] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/481.
[231] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/405.
[232] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/406.

kohderyhmänä olevien asiakkaiden huomiointia ja tunnistamista. Esiteasetuksen tavoin direktiivi vaatii, että asiakkaalle annetut tiedot ovat vastaavalla tavalla suhteutettu asiakkaan ymmärrystasoa vastaavaksi.[233]

Esiteasetuksen, AML:n sekä MiFID -direktiivin välisiä yhtymäkohtia on laajalti, joiden ympärille muodostuu tehokas sijoittajansuoja. Keskeisenä piirteenä kaikissa lakikokokonaisuuksissa korostuu ennen kaikkea sijoittajalle annettavien tietojen johdonmukaisuus, selkeys ja ymmärrettävyys, joita pidetään sijoittajansuojan kannalta merkityksellisinä tekijöinä. Yleisesti katsottuna vähittäissijoittajan eduksi soveltuvaa sääntelyä on olemassa runsaasti, joka takaa sijoittajansuojan oikeudenmukaisen sekä tehokkaan toteutumisen. Erityisesti AML sekä KSL yleissäännöksien joustavuuden sekä sopeutuvuuden tuoma turva takaa, että sijoittajan kannalta sopimattomaan kohteluun voidaan puuttua hyvinkin nopeasti.

[233] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU, L 173/408.

6 Kohti vahvaa ja yhtenäistä sijoittajansuojaa

6.1 Yhteenveto ja keskeiset havainnot

Sijoittajan saaman suojan kannalta merkittävin vaikutus on asiakasluokittelulla, joka on suoraan verrattavissa sijoittajalle oikeutetun suojan tasoon. Asiakasluokittelu jakaa sijoittajat joko ammattimaisiin tai ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Luonnollisesti tehokkain suoja kohdistuu kaikista heikoimmassa asemassa oleviin ei-ammattimaisiin asiakkaisiin. Tämän seurauksena sijoittajansuojaksi asetettuja menettelytapasäännöksiä, asiakassopimuksia sekä ennen kaikkea tiedonantovelvollisuuksia sovelletaan laaja-alaisesti ei-ammattimaisen asiakkaan edut huomioiden. Lisäksi ei-ammattimaiset asiakkaat ovat sijoittajien korvausrahaston suojan piirissä.[234]

Ei-ammattimaiset asiakkaat muodostavat heterogeenisen ryhmän, jonka seurauksena yhden luokankin sisälle mahtuu joukko hyvin eritasoisia sijoittajia erilaisista lähtökohdista. Ei-ammattimaiset sijoittajat eivät ole keskenään tasavertaisia, vaan sijoittajien taidot sekä piirteet vaihtelevat yksilöllisesti.[235] Tästä syystä ei-ammattimaisen sijoittajan ominaisuuksia sekä kykyjä on tarve lähestyä sekä jäsennellä järkevän sijoittajan standardin avulla. Järkevänä sijoittajana voidaan pitää sellaista markkinoilla toimivaa henkilöä, jolla on kohtuullinen ymmärrys sekä liiketoiminnan että taloudellisen toiminnan lainalaisuuksista. Hän tutustuu asianmukaisesti annettuihin tietoihin ja pyrkii näiden tietojen valossa tekemään rationaalisia sijoituspäätöksiä.[236]

Järkevän sijoittajan standardin mukaisesti sijoittajalle olennaisena tietona voidaan pitää sellaista informaatiota, jota sijoittaja todennäköisesti käyttäisi sijoituspäätöksensä perusteena ja, jolla olisi huomattava vaikutus arvopaperin hintaan markkinoilla.[237] Lisäksi järkevän sijoittajan standardi määrittelee arvopaperimarkkinoille tuotettavan

---

[234] Nousiainen & Sundberg 2013, KPL 6.1–6.3.
[235] Salo & Oksaharju 2019, s. 440.
[236] Salo & Oksaharju 2019. s. 429–431.
[237] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014, s. 13.

informaation tason. Standardi heijastuu tiedonantovelvollisuuksiin sekä sijoittajille annetun tiedon merkitykseen päätöksentekoprosessin yhteydessä.[238]

Tiedonantovelvollisuuksilla pyritään samanaikaisesti sekä edistämään luotettavien arvopaperimarkkinoiden toimintaa että suojaamaan sijoittajia.[239] Koska sijoittajien sekä liikkeeseenlaskijoiden välillä vallitsee informaatiokuilu ja intressiristiriitoja, on sijoittajia tarve suojata liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien tiedonantovelvollisuuksien avulla. Tarkoituksena on asettaa sijoittajat tasavertaisiksi toimijoiksi liikkeeseenlaskijoiden kanssa, jolloin he voivat saamiensa tietojen avulla tehdä tarkoituksenmukaisia sijoituspäätöksiä.[240]

Yhtiön listautumisen yhteydessä annettava informaatio on sijoittajien kannalta erityisen merkityksellistä, koska aikaisempaa tietoa tai vertailumahdollisuuksia ei ole saatavilla.[241] Liikkeeseenlaskijan näkökulmasta tiedonantovelvollisuuksien täyttäminen on puolestaan edellytys yhtiön listautumiselle.[242] Listautumiseen liittyvät sekä ennakolliset että jälkikäteiset vaatimukset toimivat mekanismina, jonka avulla arvopaperimarkkinoilta voidaan karsia pois sellaisia kelvottomia yrityksiä, jotka eivät kykene noudattamaan asetettuja edellytyksiä. Sekä sijoittajansuoja että kilpailu paranevat, kun markkinoilla on lähtökohtaisesti vain yrityksiä, joiden taloudellinen toimintakyky, hallinto ja läpinäkyvyys täyttävät laadulliset kriteerit sekä ennen listautumista että myös sen jälkeen.

Ei-ammattimaisen asiakkaan sijoittajansuoja yhtiön listautumisen yhteydessä rakentuu liikkeeseenlaskijalle kohdistettujen tiedonantovelvollisuuksien varaan.[243] Ensimarkkinoilla sijoittajan suojana on liikkeeseenlaskijan laatima listalleottoesite, joka sisältää olennaiset tiedot liikkeeseenlaskijayrityksestä, kaupankäynnin kohteeksi

---

[238] Salo & Oksaharju 2019, s.441.
[239] Huovinen 2004, s. 3–4.
[240] Turtiainen 2004, s. 111.
[241] Huovinen 2004, s. 14.
[242] Pörssisäätiö 2022, s. 9.
[243] Hoppu & muut, 2020 s. 452.

otettavasta arvopaperista sekä siihen liittyvistä riskeistä.[244] Arvopapereiden tarjoaminen yleisölle ja kaupankäynnin kohteeksi ottaminen unionin alueella on mahdollista vasta, kun esiteasetuksen mukainen esite on julkaistu.[245]

Esitesääntely on tasapainottelua riittävän sijoittajansuojan ja kohtuullisten kustannuksien sekä listautumisen houkuttelevuuden säilyttämisen välillä. Koska tarpeettomia rasitteita sekä kustannuksia pyritään entisestään karsimaan, on olemassa lista pääsäännön poikkeuksia, joiden nojalla liikkeeseenlaskija on vapautettu esitteenlaatimisesta. [246] Poikkeustilanteet vähentävät sijoittajan saatavilla olevan informaation määrää erityisesti sellaisista liikkeeseenlaskuista, jotka jäävät esitesääntelyyn kohdistuvien raja-arvojen alapuolelle. [247] Uuden Listing Act -asetuksen myötä poikkeussääntelyn määrää sekä hyödyntämismahdollisuuksia on kasvatettu entisestään. [248] Tästä huolimatta poikkeussääntely ei vaikuta sijoittajan saaman suojan tasoon negatiivisesti. Sen sijaan esitteen laatimisvelvollisuudesta vapautuminen korostaa arvopaperimakkinalain yleissäädöksien merkitystä ja muiden kansallisella tasolla annettujen vaatimuksien tai ohjeiden painoarvoa tulevaisuudessa. [249] Lisäksi esiteasetuksen mukaisesta laatimisvelvollisuudesta poikkeaminen johtaa useissa tapauksissa sijoittajansuojan turvaamiseksi lyhennetyn korvaavan asiakirjan laatimiseen.[250]

Koko esitesääntelyn taustalla on arvopaperilain yleissäännöksien vahva tuki, joiden avulla entisestään vahvistetaan liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien asemaa sijoittajansuojan toteuttajana. Soveltuipa liikkeeseenlaskijaan esitteenlaatimisvelvollisuus tai ei, lähtökohtana on, että sijoittajan saatavilla on pidettävä tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot sellaisista seikoista, jotka

---

[244] HE 111/2018 vp, s. 4; HE 111/2018 vp, s. 7.
[245] Euroopan Parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) 2017/1129.
[246] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 2–3.
[247] HE 111/2018 vp, s. 34.
[248] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 2–3.
[249] HE 111/2018 vp, s. 34.
[250] Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 3:2 & Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2024/2809, s. 3. kohta (11); s.4 kohta (13).

olennaisesti vaikuttavat arvopaperin arvoon. Lisäksi arvopaperia tarjoavan tahon tai liikkeeseenlaskijan tulee noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa, eikä tämä saa antaa sijoittajalle totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.[251] Edellä mainitut yleissäännökset takaavat sijoittajansuojan toteutumisen myös silloin, kun esitesääntely ei sovellu. Lisäksi yleissäännökset mahdollistavat lainsäädännön mukautumisen nopeasti vastaamaan paremmin arvopaperimarkkinoiden alati muuttuvaa toimintaa.[252] Viime kädessä apua saadaan oikeuslähdeopin mukaisesti oikeusperiaatteista, jolloin sijoittaja saa turvaa heikomman suojan periaatteen mukaisesti.[253] Lisäksi liikkeeseenlaskijaan kohdistuu lojaliteettivelvoite sijoittajaa kohtaan.[254] Käytännössä siis sellaiseen tilanteeseen ei ole mahdollista päätyä, jossa sijoittajan suojaksi ei soveltuisi mikään sääntely.

Sen lisäksi, että liikkeeseenlaskijalle asetettu velvollisuus laatia esite on yksi keino jo itsessään suojata sijoittajia, sisältyy esitesääntelyyn paljon muita yksityiskohtaisia säännöksiä, joiden avulla pyritään entisestään edistämään sijoittajansuojaa yhtiön listautumisen yhteydessä. Esitesääntelyn edellyttämät muoto-, tyyli sekä kielivaatimukset, jotka kohdistuvat sekä esitteeseen että sen tiivistelmään, tuovat merkittävän lisän sijoittajansuojaan. Erityisesti esitteen tiivistelmän painoarvoa ei-ammattimaisen asiakkaan näkökulmasta ei voida vähätellä. Tiivistelmä tarjoaa sijoittajille olennaiset tiedot lyhyessä ja ytimekkäässä muodossa [255], jonka seurauksena se muodostaa keskeisen sekä helposti lähestyttävän tietolähteen sijoittajan päätöksenteon tueksi. Lisäksi sijoittajansuojan vahvistamiseksi liikkeeseenlaskijan ensimarkkinoille kohdistuva tiedonantovelvollisuus soveltuu myös markkinointitilanteisiin sekä -materiaaliin, johon sijoittajat tukeutuvat suuressa määrin sijoituspäätöstä tehdessä.[256]

---

[251] HE 32/2012, s. 1.
[252] Hoppu 2009, s. 17
[253] Luukkonen 2018, s. 209
[254] Saarnilehto & Annola 2018, s. 24
[255] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129, L 168/33–36
[256] Euroopan neuvoston ja parlamentin asetus 2024/2809, s.45–46.

Etenkin käyttäytymistaloustieteen tutkimuksien avulla on voitu varmistaa se, että sijoittajat eivät käyttäydy lainsäätäjän toiveiden mukaisesti. Todellisuudessa moni sijoittaja joko perehtyy annettuun informaation vain osittain tai ei ollenkaan, jonka jälkeen hän tekee päätöksen ymmärtämättä arvopaperiin liittyviä riskejä tai muita ominaisuuksia. [257] Sijoittajansuojan toteutumisen edellytyksenä onkin sijoittajan selonottovelvollisuus ja perehtyminen koko esitteeseen ennen lopullista päätöksentekoa. [258] Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien varaan rakennettu sijoittajansuoja ei siis ole täysin rajoittamaton.

Vaikka Listing Act -asetuksen muutokset lisäävät mahdollisuuksia poikkeussääntelyn nojalla vapautua esitteenlaatimisvelvollisuudesta, ja sen seurauksena horjuttaa sijoittajan asemaa markkinoilla, sisältää uusi asetus paljon sijoittajan etuja ajavia lainkohtia. Etenkin esitteen muotoa, pituutta ja kieltä koskevat vaatimukset on huomioitu uudessa Listing Act -asetuksessa kasvavissa määrin. Muutoksen taustalla vaikuttaa herääminen siihen tosiasiaan, että informaation laatu korvaa määrän. Jotta sijoittajat voivat hyödyntää esitteessä annettua informaatiota, on tiedot annettava ymmärrettävässä sekä yksinkertaisessa muodossa. Tiedon määrä ei siis lineaarisesti kasvata sijoittajan tietämystä tai lisää sijoittajansuojaa. Informaatiotulva aiheuttaa jopa päinvastaisen reaktion, jolloin liiallinen informaatio johtaa yksilön päätöksenteon vaikeutumiseen. [259] Rajahyötyä koskevan teorian mukaisesti tiettyyn pisteeseen asti sijoittajalle annettu tieto kasvattaa hänen mahdollisuuksiansa analysoida liikkeeseenlaskun kohteena olevaa arvopaperia. Mitä enemmän tietoa kuitenkin jaetaan, sitä vähemmän lisäarvoa se tuo päätöksenteon tueksi.

Tosiasiassa siis tiedonantovelvollisuuksia koskevan sääntelyn keventymisen katsotaan parantavan sijoittajansuojaa sekä auttavan palauttamaan esitteen asema sijoittajien ensisijaisena lähteenä sijoituspäätöstä tehdessä. Informaation yksinkertaistaminen,

---

[257] Luukkonen 2016, s. 170
[258] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 2017/1129, s. 33
[259] Salo 2016, s. 130–132

esitteen rakenteen selkeyttäminen sekä panostaminen helppokäyttöisyyteen sekä houkuttelevuuteen ovat sijoittajien etu. Lisäksi esitteen mielenkiintoa sekä käytettävyyttä voidaan entisestään kehittää oikeudellisen muotoilun keinoin, jonka suuntaan ensimmäiset askeleet ovat otettu jo Listing Act -sääntelyn myötä.[260] Keskeinen Listing Act -asetuksen tuoma edistysaskel aikaisempaan verrattuna on myös yhtenäisen sijoittajansuojan rakentaminen koko unionin alueelle sekä esitteiden vertailukelpoisuuden parantaminen, joiden vaikutuksien laajuus ja merkitys vaihtelee eri jäsenvaltioiden välillä aikaisemman sijoittajansuojan tasosta riippuen.

On mielenkiintoista jäädä seuraamaan, millaisia vaikutuksia uuden Listing Act -asetuksen tuomilla muutoksilla todellisuudessa on koskien esitteen asemaa sijoittajansuojan välineenä. Erityisen kiinnostavaa on seurata tiivistelmän merkityksen kehittymistä. Jää nähtäväksi tasapainottaako esitteen muihin osiin kohdistetut muotovaatimukset tiivistelmän ja muiden esitteen osien välistä suhdetta vai säilyttääkö tiivistelmä sekä arvopaperin liikkeeseenlaskun edistämiseksi laadittu markkinointimateriaali ratkaisevan asemansa sijoittajan päätöksenteossa.

6.2 Jatkotutkimusaiheet

Tässä tutkielmassa on käsitelty sijoittajansuojaa liikkeeseenlaskijaan kohdistuvien tiedonantovelvollisuuksien avulla sekä analysoimalla sijoittajille annettavan informaation merkitystä ei-ammattimaisen asiakkaan näkökulmasta. Tutkielman teossa on hyödynnetty sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston antamaa esiteasetusta vuodelta 2017 että uutta 2024 säädettyä EU Listing Act -asetusta. Informaation merkityksen osalta aihetta on lähestytty sekä oikeustieteiden että kauppatieteiden avulla.

[260] Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809, s. 5

Koska tutkielma on rajattu koskemaan ei-ammattimaisia asiakkaita, mahdollistaa tutkimuksen kohteena olevan ryhmän laajentaminen tai supistaminen jo yhden näkökulman ja potentiaalisen pohjan jatkotutkimuksille. Erityisesti luokkana ei-ammattimaiset asiakkaat tarjoavat useita mahdollisuuksia, koska kategoriaan sisältyy ominaisuuksiltaan hyvin erilaisia sijoittajia. Voisi olla hyvinkin tarve tutkia tarkemmin esimerkiksi taloudellisen lukutaidon ja iän vaikutuksia ei-ammattimaisten asiakkaiden kykyyn ymmärtää ja hyödyntää esitteessä annettua informaatiota.

Lisäksi uusi Listing Act -asetus tarjoaa laajan määrän jatkotutkimusaiheita. Koen, että on erityisesti tarve selvittää ja tutkia asetuksen voimaantulon vaikutuksia käytännössä. Aihetta voisi tulevaisuudessa lähestyä esimerkiksi käyttäytymistieteiden kautta. Onko esitteiden standardointi sekä yksinkertaistaminen johtanut todellisuudessa sijoittajien ymmärryksen lisääntymiseen? Erityisesti maantieteelliset eroavaisuudet ja EU:n jäsenmaiden välinen vertailu tarjoaa yhden potentiaalisen näkökulman Listing Act -sääntelyn vaikutuksien syvempään analysoimiseen.

Lähteet

Arvopaperimarkkinalaki 746/2012. Finlex. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746#O1L2P3

Collin, J., & Helsingin yliopisto. Oikeustieteellinen tiedekunta. (2020). Osake ja modernit arvopaperimarkkinat: Yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus pörssiyhtiön osakkeen omistuksen oikeudellisen luonteen ja tiettyjen rahoitusvälineiden välisestä suhteesta. Alma Talent Oy.

Corrales Compagnucci, M., Haapio, H., & Hagan, M. (2021). Legal Design: Integrating Business, Design and Legal Thinking with Technology. Edward Elgar Publishing Limited.

Ducato, R. (2021). Legal design perspectives: Theoretical and practical insights from the field. Ledizioni.

Duggan, G. B., & Payne, S. J. (2009). Text skimming: The process and effectiveness of foraging through text under time pressure. Journal of Experimental Psychology: Applied, 15(3), 228–242. https://doi.org/10.1037/a0016995

Euroopan Komissio. (2023). Disclosure, inducements, and suitability rules for retail investors study, Final report. Publications Office of the European Union. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/d83364e5-ab55-11ed-b508-01aa75ed71a1/language-en/#

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2017/1129. EUR-Lex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1129/oj

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/2809. EUR-Lex. Noudettu 9.11.2024 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202402809&qid=1759403829877

Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 596/2014. EUR-Lex. Noudettu 9.11.2024 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A02014R0596-20240109.

Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/65/EU. EUR-Lex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065

Euroopan unionin neuvosto. (2024). Listautuminen eurooppalaisiin pörsseihin: neuvosto hyväksyi listautumissäädöksen. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://www.consilium.europa.eu/fi/press/press-releases/2024/10/08/listings-on-european-stock-exchanges-council-adopts-the-listing-act/

Finanssivalvonta. (2013). Määräykset ja ohjeet 6/2013 – Arvopaperin tarjoaminen ja listalleotto. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finanssivalvonta.fi/contentassets/5b5c15847c474726909300a8bfe703a5/06_2013.m3.pdf

Finanssivalvonta. (2024a). Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/

Finanssivalvonta. (2024b). Markkinat-tiedote 2/2024 - Finanssivalvonnan esitetarkastuksen havaintoja kevään 2024 esitteistä. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta

Finanssivalvonta. (2025). Arvopaperien tarjoaminen ja esitteet. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finanssivalvonta.fi/finanssisektorin-toimijalle/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/arvopaperien-tarjoaminen-ja-esitteet/

Granlund, J. & Uotila, A. (2024). Muutokset markkinoiden väärinkäyttöasetukseen ja niiden vaikutuksen liikkeeseenlaskijoille. Edilex.

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi HE 32/2012 vp. Finlex. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://finlex.fi/fi/esitykset/he/2012/20120032

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi sijoituspalvelulain muuttamisesta ja kaupankäynnistä rahoitusvälineillä sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi HE 151/2017 vp. Finlex. Noudettu 23.9.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/hallituksen-esitykset/2017/151

Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi HE 111/2018 vp. Finlex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/hallituksen-esitykset/2018/111

Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä, laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi HE 43/2007 vp. Finlex. Noudettu 23.9.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/hallituksen-esitykset/2007/43

Hoppu, E., Hoppu, K., & Hoppu, K. (2020). Kauppa- ja varallisuusoikeuden pääpiirteet (17., uudistettu painos.). Alma Talent Oy.

Hoppu, K. (2009). Sijoituspalvelusopimukset. Talentum.

https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/53496/markkinat_tiedote_2_2024.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Huovila, M. (2006). Oikeuslähdeoppi ja oikeudellinen argumentaatio rikostuomion perusteluissa. Tuomioistuinlaitos. Noudettu 7.10.2025 osoitteesta https://tuomioistuimet.fi/hovioikeudet/helsinginhovioikeus/material/attachments/oikeus_hovioikeudet_helsinginhovioikeus/julkaisut/painetutjulkaisut/rikostuomionperusteleminen2005lisapainos2006./OS0uyDOHv/04_Oikeuslahdeoppi_ja_oikeudellinen_argumentaatio..._Mika_Huovila.pdf

Huovinen, S. (2004). Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media: Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Suomalainen Lakimiesyhdistys.

Kaisto, J. (2020) Johdatus yksityisoikeuteen. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta.

Kuluttajansuojalaki 38/1978. Finlex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/1978/38#chp_2v20080561__sec_1v20080561__heading

Laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä 1070/2017. Finlex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/2017/1070

Lindström, K., & Lindström, T. (2011). Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum.

Luukkonen, M. (2016). Tutustu, ymmärrä ja päätä – sijoittajan selonottovelvollisuus oikeus- ja käyttätymistaloustieteellisestä näkökulmasta. Jurisprudentia XLIX:2016 s. 113–184, Asiantuntija-artikkeli.

Luukkonen, M. (2017). Sijoittajan reklamaatiovelvollisuus. Jurisprudentia L:2017 s.85–170, Asiantuntija-artikkeli.

Luukkonen, M. (2018). Sijoittajan tietämisvelvollisuus – osa I. Lakimies 2/2018 s. 200–226.

Manninen, J. (2008) Sijoituspalveluntarjoajan asiakkaiden luokittelu. Edilex Edita Publishing Oy. Noudettu 23.9.2025 osoitteesta https://www-edilex-fi.proxy.uwasa.fi/artikkelit/5281.pdf

Miettinen, T. (2016). Oikeustieteellinen opinnäyte: Artikkeleita oikeustieteellisten opinnäytteiden vaatimuksista, metodista ja arvostelusta. Edita Publishing Oy.

Mähönen, J., & Villa, S. (2015). Osakeyhtiö: I, Yleiset opit (3. uud. p.). Talentum.

Nasdaq. (2024). Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille. Noudettu 23.9.2025 osoitteesta https://www.nasdaq.com/docs/2023/12/01/Pörssin_säännöt_1.1.2024_final_web.pdf

Norros, O., & Kaisanlahti, T. (2021). Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla: Liikkeeseenlaskijan tiedonantovirhe. Alma Talent.

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

Pörssisäätiö (2024a). Osakesijoittajien lukumäärä Suomessa. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/perehdy-tutkimuksiin/porssisaation-tilastot/osakesijoittajien-maaran-kehitys/

Pörssisäätiö (2024b). Pörssilistautujan käsikirja – Opas omistajalle, yritysjohdolle ja hallituksen jäsenelle. Grano Oy. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/app/uploads/2024/09/Porssilistautujan_kasikirja_2024.pdf

Pörssisäätiö. (2021). Listautumisanteihin osallistuminen kiinnostaa – muistilista sijoittajalle. Noudettu 13.10.2024 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/listautumisanteihin-osallistuminen-kiinnostaa-muistilista-sijoittajalle/

Pörssisäätiö. (2022) Listautujan käsikirja – Opas listautumiseen pk-yritysten kasvumarkkinalle. Noudettu 23.9.2025 osoitteesta https://www.porssisaatio.fi/app/uploads/2023/11/Kasvumarkkina_listautujan-kasikirja-2022.pdf

Saarnilehto, A., & Annola, V. (2018). Sopimusoikeuden perusteet (8., uudistettu painos.). Alma Talent.

Salo-Lahti, Marika (2022). Good or Bad Robots? Responsible RoboAdvising. European Business Law Review 33(5), 239-254. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://osuva.uwasa.fi/bitstream/handle/10024/14597/Osuva_Salo-Lahti_2022.pdf?sequence=2&isAllowed=y

Salo, M. (2016). Sijoittamisen ohjaaminen: Sijoitusneuvot ja -suositukset sijoittajan päätöksenteossa. Alma.

Salo, M., & Oksaharju, J. (2019). Järkevän sijoittajan monet kasvot. Lakimies 3–4/2019 s. 418–446

Sijoituspalvelulaki 747/2012. Finlex. Noudettu 2.10.2025 osoitteesta https://www.finlex.fi/fi/lainsaadanto/saadoskokoelma/2012/747

Turtiainen, M. (2004). Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot. Edita Publishing Oy.

Turtiainen, M. (2018). Sijoituspalvelut ja asiakas (1. painos.). Alma Talent.

Vilkka, H. (2021). Näin onnistut opinnäytetyössä: Ratkaisut tutkimuksen umpikujiin. PS-kustannus.