



**Arvopaperimarkkinalain mukainen
tiedonantovelvollisuus sekä markkinoiden
väärinkäyttöä ja markkinapaikkoja koskevat
säännökset**

Matti Turtiainen

1.12.2024

Sisällys

1 Johdanto	3
2 Määritelmiä	4
3 AML:n yleiset periaatteet	6
3.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa	6
3.2 Kielto harhaanjohtavia ja totuudenvastaisia tietoja	6
3.3 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla	8
4 Velvollisuus laatia esite.....	10
4.1 Arvopapereiden tarjoaminen yleisölle ja arvopapereiden listaaminen	10
4.2 Poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite	11
4.3 Esitteen sisältö	12
4.4 EU-kasvuesite.....	14
4.5 Yksinkertaistetut tietovaatimukset	14
4.6 Perusesite	14
5 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus.....	16
5.1 Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sisältö.....	16
5.2 Kestävyysraportti	16
5.3 Puolivuosisikatsauksen julkistamisvelvollisuus	19
5.4 Osavuosisikatsaukset	20
5.5 Tilinpäätöstiedote	20
6 Jatkuva tiedonantovelvollisuus	22
6.1 Tiedon täsmällisyys.....	22
6.2 Tiedon julkistamattomuus	23
6.3 Tiedon olennaisuus.....	23
6.4 Pitkäkestoiset prosessit	24
6.5 Sisäpiiritiedon julkistaminen.....	25
6.6 Tiedon julkistamisen lykkääminen.....	25
6.6.1 Liikkeeseenlaskijan edun vaarantuminen	26
6.6.2 Yleisön aseman vaarantuminen	26
6.6.3 Tiedon säilyminen luottamuksellisena.....	27
6.7 Tulosvaroituksen antaminen.....	27
6.8 Liputusvelvollisuus	29
6.9 Muu jatkuva tiedonantovelvollisuus.....	30
7 Julkinen ostotarjous	31
7.1 Yleiset periaatteet.....	32

7.1.1 Tasapuolinen kohtelu	32
7.1.2 Velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista	33
7.2 Tarjousprosessi	33
7.2.1 Tarjousasiakirja.....	34
7.2.2 Tarjouksen voimassaoloaika	34
7.2.3 Kohdeyhtiön lausunto ostotarjouksesta	35
7.2.4 Kilpaileva ostotarjous.....	36
7.2.5 Ostotarjouksen tulos.....	36
7.3 Tarjousvastike	36
8 Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely.....	38
8.1 Sisäpiiritiedon käyttökielto	38
8.2 Johtotehtävissä toimivien ja heidän lähipiirin liiketoimien ilmoittaminen	39
8.3 Sisäpiirirekisterien ylläpito.....	40
8.4 Markkinoiden tunnustelu	41
8.5 Markkinoiden manipulointi	43
8.6 Markkinoiden väärinkäytön estäminen ja havaitseminen	44
9 Markkinapaikat ja niiden sääntely.....	46
9.1 Säännelty markkinapaikka	46
9.1.1 Pörssin säännöt	47
9.1.2 Rahoitusvälineen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle ..	47
9.1.3 Kaupankäynnin keskeyttäminen tai lopettaminen.....	48
9.1.4 Kaupankäyntiosapuolen oikeudet.....	49
9.1.5 Suora sähköinen pääsy markkinapaikalle	50
9.1.6 Algoritminen kaupankäynti	50
9.1.7 Sopimus markkinatakauksesta	50
9.1.8 Kaupankäynnin lyhytaikainen keskeyttäminen	51
9.1.9 Kauppojen selvitys	51
9.2 Monenkeskinen ja organisoitu kaupankäyntijärjestelmä	52
9.2.1 Säännöt	52
9.2.2 Rahoitusvälineen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi	53
9.2.3 Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän velvollisuudet.....	54
9.3 Pk-yritysten kasvumarkkina	55
9.4 Kaupankäynnin läpinäkyvyys	55
9.5 Kaupparaportointi.....	57
Kirjallisuutta.....	58

1 Johdanto

Tämän kirjoituksen tarkoituksena on käydä läpi liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksia sekä markkinoiden väärinkäyttöä ja markkinapaikkoja koskevaa sääntelyä.

Arvopaperimarkkinalainsäädäntö on usein yksityiskohtaista ja melko teknistä. Tässä kirjoituksessa tarkoituksena on käydä edellä mainittua sääntelyä yleisellä tasolla ja näin luoda yleiskuva po. sääntelystä sijoituspalvelualan tutkinnon suorittajia varten. Aihealueen yksityiskohtaisiin oikeudellisiin kysymyksiä ei ole tässä yhteydessä mahdollista käsitellä.

Arvopaperimarkkinalaissa (AML, 746/2012) säädetään arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta, tiedonantovelvollisuudesta arvopaperimarkkinoilla, julkisista ostotarjouksista, arvopaperimarkkinoiden väärinkäytön estämisestä ja valvonnasta. AML:n mukainen tiedonantovelvollisuus jakaantuu velvollisuuteen laatia esite, säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Velvollisuus laatia esite perustuu pitkälti EU:n esiteasetukseen (EsiteA), jota täydentää AML:n säännökset. Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML:ssa. Jatkuvasta tiedonantovelvollisuudesta säädetään puolestaan EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (EU 596/2014, MAR).

Kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annettua lakia (RahKL, 1070/2017) sovelletaan kaupankäynnin järjestämiseen rahoitusvälineillä, mukaan lukien johdannaiset, ja rahoitusvälineiden kaupankäyntiin liittyvien tietojen julkistamiseen. RahKL:ssä säädetään säännellyn markkinapaikan eli pörssin, monenkeskisten ja organisoitujen kaupankäyntipaikkojen vaatimuksista.

2 Määritelmiä

Arvopaperilla tarkoitetaan sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. AML:n mukaisia arvopapereita ovat esimerkiksi 1) osakeyhtiön osake ja muun yhteisön vastaava osuus sekä tällaisesta oikeudesta annettu talletustodistus 2) Joukkovelkakirja tai muu velkasitoumus sekä tällaisesta oikeudesta annettu talletustodistus, 3) muu arvopaperi, joka oikeuttaa hankkimaan tai myymään 1 tai 2 kohdassa tarkoitettun arvopaperin, taikka arvopaperi, jonka perusteella voi saada arvopaperin, valuutan, koron tai tuoton, hyödykkeen taikka muun indeksin tai arvon perusteella määräytyvän käteissuorituksen ja 4) sijoitusrahastolaissa 213/2019 tarkoitettu rahasto-osuus tai muu siihen rinnastettava yhteissijoitusyhtymän osuus.

Rahoitusvälineen määritelmä on arvopaperin määritelmään laajempi. Rahoitusväline määritellään sijoituspalvelulaissa (Sipal, 747/21). Rahoitusvälineitä ovat AML:ssa tarkoitettujen arvopaperien lisäksi sellaiset yhteissijoitusyhtymien osuudet ja rahamarkkinavälineet, jotka eivät ole AML:n mukaisia arvopapereita. Lisäksi rahoitusvälineitä ovat optiot, termiinit ja muut johdannaissopimukset sekä hinnanerosopimukset ja päästöoikeudet (ks. tarkemmin Sipal 1:14 §).

Säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, jossa markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa.

Monenkeskisellä kaupankäyntijärjestelmällä tarkoitetaan monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjän tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämää muuta monenkeskistä järjestelmää, jossa kaupankäynnin järjestäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa.

Organisoidulla kaupankäyntijärjestelmällä organisoidun kaupankäynnin järjestäjän tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan kaupankäynnin järjestäjän ylläpitämää muuta monenkeskistä järjestelmää, jossa kaupankäynnin kohteena saa olla vain joukkovelkakirjoja, strukturoituja rahoitustuotteita, päästöoikeuksia tai johdannaissopimuksia

Kauppojen sisäisellä toteuttajalla sijoituspalvelun tarjoajaa, joka suunnitelmallisesti, toistuvasti, säännöllisesti, järjestelmällisesti ja merkittävässä määrin käy kauppaa omaan lukuunsa toteuttaessaan asiakkaiden toimeksiantoja kauppapaikan ulkopuolella ylläpitämättä monenkeskistä järjestelmää.

Kokeneella sijoittajalla tarkoitetaan henkilöitä tai yhteisöjä, joita kohdellaan pyynnöstä ammattimaisina asiakkaina tai joita pidetään hyväksyttävänä vastapuolina.

Ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan 1) rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavaa tai säänneltyä yhteisöä ja siihen rinnastettavaa ulkomaista viranomaisvalvonnassa oleva yhteisöä, 2) suuryritystä, joka täyttää viimeksi päättyneeltä täydeltä tilikaudelta laaditun tilinpäätöksen mukaan kaksi seuraavista kolmesta vaatimuksesta: i) taseen loppusumma on vähintään 20 000 000 euroa, ii) liikevaihto on vähintään 40 000 000 euroa ja iii) omat varat ovat vähintään 2 000 000 euroa, 3) valtiota, kuntaa ja niiden yksiköitä, 4) keskuspankkeja, 5) yhteisösijoittajia, joiden pääasiallisena toimialana on rahoitusvälineisiin sijoittaminen ja 6) asiakkaita oman pyynnön perusteella. Sijoituspalveluyritys voi kohdella asiakasta ammattimaisena tämän omasta pyynnöstä edellyttäen, että sijoituspalveluyritys on arvioinut, että asiakkaalla on valmiudet tehdä itsenäisiä sijoituspäätöksiä ja ymmärtää niihin liittyvät riskit. Asiakkaan on täytettävä vähintään kaksi seuraavista vaatimuksista: i) asiakas on toteuttanut huomattavan suuria liiketoimia kyseisillä markkinoilla keskimäärin kymmenen kertaa neljännesvuodessa neljän viimeksi kuluneen vuosineljänneksen aikana, ii) asiakkaan sijoitusvarallisuuden arvo on yli 500 000 euroa ja iii) asiakas työskentelee tai on työskennellyt rahoituslalla ammattimaisesti vähintään vuoden tehtävässä, joka edellyttää tietämystä suunnitelluista liiketoimista ja palveluista

Ei-ammattimaisella asiakkaalla tarkoitetaan muuta asiakasta kuin ammattimaista asiakasta tai hyväksyttävää vastapuolta.

Hyväksyttävällä vastapuolella tarkoitetaan ammattimaista asiakasta, joka on antanut suostumuksensa tai hakee tulla kohdelluksi hyväksyttävänä vastapuolena. Ammattimaisista asiakaista hyväksyttävänä vastapuolena voidaan kohdella 1) rahoitusmarkkinoilla toimiluvan nojalla toimintaa harjoittavaa tai säänneltyä yhteisöä ja siihen rinnastettavaa ulkomaista viranomaisvalvonnassa oleva yhteisöä, 2) suuryritystä 3) valtiota, kuntaa ja niiden yksiköitä ja 4) keskuspankkeja.

3 AML:n yleiset periaatteet

3.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Arvopaperien kauppa, rahoitusvälineet ja markkinoilla noudatettavat menettelytavat kehittyvät jatkuvasti. Arvopaperimarkkinasääntelyllä ei ole mahdollista luoda yksityiskohtaisia säännöksiä kaikkiin tilanteisiin. Yleissäännökset ohjaavat menettelytapoja ja ratkaisuja erityisesti silloin, kun yksityiskohtaista tapaukseen sovellettavaa säännöstä ei ole.

AML 1:2 sisältää kiellon menetellä hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisesti. Kielto koskee koko arvopaperimarkkinatavan soveltamisalaa ja sitä sovelletaan markkinoilla toimiviin ja toimintaan osallistuviin luonnollisiin ja oikeushenkilöihin. Kielon soveltamisala koskee myös muita rahoitusvälineitä kuin arvopapereita. Säännöksen piirissä ovat siten esimerkiksi sijoituspalvelun tarjoajat, arvopaperikaupan osapuolet (ostaja, myyjä ja mahdollinen välittäjä), arvopaperien liikkeeseenlaskijat ja muut arvopaperien tarjoajat, julkisen ostotarjouksen tekijät ja muut, jotka tarjoutuvat ostamaan arvopapereita sekä näiden edustajat ja näiden toimeksiannosta toimivat. Hyvä arvopaperimarkkinatapa koskee myös yksityissijoittajia, mutta asettaa korostuneesti velvollisuuksia niille, jotka toimivat ammattimaisesti arvopaperimarkkinoilla.

Yleissäännöksellä korostetaan sitä, että kaikkien arvopaperimarkkinoilla toimivien tulee noudattaa menettelytapoja, jotka ovat hyvän markkinatavan mukaisia ja sopusoinnussa arvopaperimarkkinatavan sääntöjen ja lainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten sekä lainsäädännön tarkoituksen kanssa. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan säännöksessä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien asiakas- ja toimijaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy yksityiskohtaisen säännöksen puuttuessa ensisijaisesti markkinoilla ja käytänteissä, joita noudatetaan yksittäisissä sopimussuhteissa ja oikeustoimissa. Arvopaperimarkkinoiden itsesääntely ohjaa osaltaan hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältöä. Tällaista itsesääntelynormistoa ovat esimerkiksi Nasdaq OMX Helsinki Oy:n säännöt, listayhtiöiden hallinnointikoodi, ostotarjouskoodi sekä Finanssiala Ry:n suositukset ja ohjeet sekä FINE:n sijoituslautakunnan ratkaisusuositukset. Viime kädessä yksittäistä oikeustointa koskevan hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyy oikeuskäytännössä.

3.2 Kielto harhaanjohtavia ja totuudenvastaisia tietoja

AML 1:3:ssä puolestaan säädetään kiellosta antaa harhaanjohtavia tai totuudenvastaisia tietoja. Säännöksen mukaan arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden elinkeinotoiminnassa tapahtuvassa markkinoinnissa ja vaihdannassa sekä

arvopaperimarkkinain mukaisesti tiedonantovelvollisuutta täytettäessä ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Pykälän rikkominen ei edellytä, että on rikottu jonkin nimenomaisen tiedon antamiseen velvoittavaa säännöstä tai tiettyä nimettyä tahoa koskevaa tiedonantovelvollisuutta. Säännöstä sovelletaan sekä arvopaperin hankkimiseen että luovuttamiseen. Pykälän soveltamiseksi vaaditaan, että markkinoinnin ja arvopaperien vaihdannan olisi tapahduttava elinkeinotoiminnassa. Elinkeinotoiminnan käsite on laaja ja sillä tarkoitetaan ammattimaisesti harjoitettua taloudelliseen tulokseen tähtäävää toimintaa. Myös tilapäinen tai satunnainen taloudellinen toiminta voi olla elinkeinotoimintaa. Sijoitustoiminnan luonteeseen kuuluu lähtökohtaisesti voiton tavoittelu. Kielto kattaa tiedonantovelvollisuuden sekä ensi- että jälkimarkkinoilla.

Totuudenvastaisella tiedolla tarkoitetaan jonkin seikan selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Tiedon totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti tiedon antamishetken tilanteen mukaan. Harhaanjohtava tieto voi itsessään olla totuudenmukainen, mutta se voi esimerkiksi puutteellisuutensa, esittämistapansa tai muotonsa takia olla omiaan antamaan tiedon vastaanottajalle virheellisen käsityksen. Ollakseen totuudenvastainen tai harhaanjohtava tiedolta ja sen aiheuttamalta virheelliseltä käsitykseltä lisäksi edellytetään, että se on omiaan vaikuttamaan sijoittajan sijoituspäätökseen. Tiedon harhaanjohtavuutta ja vaikuttavuutta arvioidaan tiedon vastaanottajan näkökulmasta. Tällöin tiedon harhaanjohtavuutta arvioidaan ankarammin silloin, kun tiedon vastaanottajana on yleisö, kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat ammattimaiset tai kokeneet sijoittajat tai muut asiantuntijat.

AML 1:3:ssä säädetään myös vaatimuksesta oikaista virheellinen tai harhaanjohtava tieto. Jotta oikaisuvelvollisuus syntyisi, annetun totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon tulee olla sijoittajan kannalta objektiivisesti arvioiden olennainen. Olennaisuutta arvioidaan huolellisesti toimivan sijoittajan näkökulmasta. Lisäksi edellytetään, että totuudenvastaisuus tai harhaanjohtavuus käy ilmi eli tiedot antanut taho tulee tietoiseksi asiantilasta. Oikaisuvelvollisuus koskee kaikkia, jotka ovat antaneet harhaanjohtavan tiedon, kuten emissionjärjestäjiä ja arvopaperien liikkeeseenlaskijoita. Arvopaperien liikkeeseenlaskijoita säännöksen mukainen oikaisemisvelvollisuus koskee kuitenkin vain silloin, kun liikkeeseenlaskija on itse antanut tiedon tai silloin, tietoa on annettu sen toimeksiannosta ja liikkeeseenlaskija on vastuussa tiedosta. Esimerkiksi jos tiedot antanut media- tai mainostoimisto, emissionjärjestäjä tai sijoitusneuvoja on velvollinen oikaisemaan erheelliset tiedot, jos se huomaa itse antaneensa sellaisia.

Tiedot on oikaistava riittävällä tavalla. Oikaiseminen on tehtävä viivytyksettä, kun virhe tai harhaanjohtavuus on tullut ilmi. Oikaisemisen päämäärä on se, etteivät sijoittajat joudu päätöksenteossaan nojautumaan erheellisiin tietoihin. Oikaisemisen menettelytapaa valittaessa on otettava huomioon sekä korjattavan tiedon merkitys että tietoväline ja tapa, jolla oikaistava tieto on alkujaan annettu. Tietojen oikaisemisessa on myös otettava huomioon se, miten kyseessä olevia tietoja tavanmukaisesti annetaan sijoittajien saataville, jotta oikaisu tavoittaisi tiedon saaneet sijoittajat.

3.3 Riittävien tietojen tasapuolinen pitäminen saatavilla

AML 1:4:ssä säädetään velvollisuudesta pitää riittävät tiedot tasapuolisesti ja johdonmukaisesti saatavilla. Säännöksen mukaan se, joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on AML 3, 6–9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti ja johdonmukaisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Finanssivalvonnan tulkinnan¹ mukaan arvopaperien tarjoamista voi olla joko uusien arvopaperien liikkeeseen laskeminen tai aiemmin liikkeeseen laskettujen arvopaperien tarjoaminen edelleen. Arvopaperin tarjoamisella tarkoitetaan arvopaperien liikkeeseenlaskun lisäksi myös muuta arvopaperin vastikkeellista tarjoamista, kuten esimerkiksi arvopaperien myyntiä ja arvopaperien vaihtotarjousta.

AML 1:4 koskee kaikkia säännöksessä tarkoitettuja tahoja riippumatta siitä, ovatko kyseiset arvopaperit kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä vai eivät. Säännöstä sovelletaan myös sellaiseen arvopaperien tarjoamiseen tai hakemiseen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, jossa ei ole tarvetta tehdä esitettä. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan näitä tilanteita ovat esimerkiksi pelkästään kokeneille sijoittajille tai alle 150 muulle kuin kokeneelle sijoittajalle suunnatut arvopaperitarjoukset. Lähtökohtana kuitenkin on, että sijoittajien tulee saada riittävät tiedot arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta.

Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan, arvioitaessa AML 1:4 mukaisesti annettavien tietojen riittävyttä tilanteessa, jossa esitettä ei tarvitse julkaista, tiedonantovelvollisuuden taso suhteutetaan kohderyhmän sijoituskokemukseen, sijoittajien tietämykseen kyseisistä arvopapereista tai liikkeeseenlaskijoista sekä muihin mahdollisiin tarjoukseen liittyviin erityispiirteisiin. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan annettavien tietojen laajuus lähenee kansallisen esitteen sisältövaatimuksia silloin, kun tietojen suppeampaa tasoa ei voida perustella kohderyhmän sijoituskokemuksella, tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä. Seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voivat olla liikkeeseenlaskijaa ja arvopaperia koskevien tietojen lisäksi myös liikkeeseenlaskijan toimintaympäristöä ja sen lähiajan kehitysnäkymiä koskevat tiedot. Finanssivalvonta suosittelee, että jos liikkeeseenlaskija laskee liikkeeseen uudentyyppisen tuotteen, liikkeeseenlaskun yhteydessä tulee antaa tarpeelliset tiedot esimerkiksi arvopaperityypistä, sen ominaisuuksista ja verokohtelusta. Jotta annettavat tiedot olisivat vertailu- ja arviointikelpoisia, tietojen valintakriteerit, käytetyt laskentamenetelmät, perustelut, tietolähteet ym. taustatiedot ja -oletukset tulisi ilmoittaa mahdollisimman yksiselitteisesti, selkeästi ja johdonmukaisesti. Tietojen antamisessa tulisi noudattaa mahdollisimman pitkälle markkinoilla yleisesti hyväksytyjä ja käytettyjä menetelmiä.

¹ Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013

AML 1:4:n säännöstä sovelletaan myös säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan AML 1:4:n velvollisuus tietojen tasapuoliseen ja johdonmukaiseen saatavilla pitämiseen edellyttää, että olennaiset tiedot, jotka on annettu vain tietylle tarjouksen kohderyhmälle, saatetaan tasapuolisesti tiedoksi kaikille niille sijoittajille, joille tarjous on suunnattu. Jos uutta olennaista tietoa annetaan esimerkiksi road show -tilaisuuksissa tai analyytikko- ja sijoittajatapaamisissa, kyseinen tieto on AML 1:4 nojalla toimitettava kaikkien sijoittajien saataville samanaikaisesti. Jos tällaisissa tilaisuuksissa tai tapaamisissa epähuomiossa kerrotaan uutta olennaista tietoa, tämä tieto on AML 1:4:n nojalla toimitettava kaikkien sijoittajien saataville viivytyksettä. Jos tarjouksesta on julkaistu esite, myös esitettä on täydennettävä tältä osin. Jos kyse on sisäpiiritiedosta ja liikkeeseenlaskija velvollinen julkistamaan sisäpiiritiedon, tieto on julkistettava myös sisäpiiritietona.

Vaatus johdonmukaisuudesta koskee myös liikkeeseenlaskijan mahdollisesti julkistamia osavuosikatsauksia. AML ei enää edellytä, että liikkeeseenlaskijan olisi julkistettava osavuosikatsaus tilikauden kolmelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Liikkeeseenlaskija voi halutessaan julkaista tilikauden aikana vain puolivuositiedon. Jos liikkeeseenlaskija kuitenkin julkistaa osavuosikatsauksia, niiden on oltava johdonmukaisia suhteessa muuhun säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen. Johdonmukaisuusvaatimusta arvioidaan suhteessa liikkeeseenlaskijan itsensä noudattaman aiempaan tiedottamiskäytäntöön ja kieltoon antaa harhaanjohtavia tietoja.

4 Velvollisuus laatia esite

4.1 Arvopapereiden tarjoaminen yleisölle ja arvopapereiden listaaminen

Arvopapereita yleisölle tarjoavan tai niiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi hakevan on julkaistava arvopapereita koskeva esite. Esitesääntely koskee arvopapereiden ensimarkkinoita eli tilannetta, jossa arvopaperit liikkeeseen laskeva yhtiö kerää rahoitusta liiketoiminnalleen tarjoamalla arvopapereita yleisölle tai hakee arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai muulle markkinapaikalle. Arvopapereiden yleisölle tarjoaminen ja niiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi markkinapaikalla voi tapahtua myös yhtä aikaa.

Esitteen tarkoituksena on tarjota sijoittajille riittävät tiedot tarjottavasta tai listattavasta arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta. Esite sisältää tietoa sijoittajalle ja on keskeinen väline yrityksille, jotka aikovat hankkia rahoitusta arvopaperimarkkinoilta. Esitesääntelyn avulla tiedot pyritään antamaan sijoittajille helposti analysoitavassa, ytimekkäässä ja ymmärrettävässä muodossa.

Esitevelvollisuus syntyy siis erikseen, kun tarjotaan arvopapereita yleisölle ja kun niitä haetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Yleisölle tarjoamisella tarkoitetaan viestintää, jonka tavoitteena on antaa osakkeenomistajille tai potentiaalisille sijoittajille tietoa sijoituspäätöksen tekemiseksi. Tarjoaminen voi tapahtua missä tahansa muodossa ja mitä tahansa tiedonvälityskanavaa käyttäen, ja sillä tavoitellaan aina arvopapereiden myyntiä tai muunlaista vastikkeellista siirtoa omistajalta toiselle. Listautumisannissa yritys tuo osakkeensa markkinapaikalle, kuten pörssiin, julkisen kaupankäynnin kohteeksi.

Esitteen julkaisemisvelvollisuudesta säädetään EU:n esiteasetuksessa ja AML:ssa. EU-asetuksen mukainen esite mahdollistaa arvopapereiden tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen missä tahansa EU:n jäsenvaltiossa, jos esite on hyväksytty kotijäsenvaltiossa. Arvopapereita saa tarjota yleisölle unionissa ja ottaa kaupankäynnin kohteeksi unionin alueella sijaitsevalla tai toimivalla säännellyllä markkinalla vasta sen jälkeen, kun esiteasetuksessa tarkoitettu esite on julkaistu.

Esiteasetusta sovelletaan tarjottaessa arvopapereita yleisölle, jos tarjottavien arvopapereiden 12 kuukauden aikana yhteenlaskettujen vastikkeiden määrä (tarjottavien arvopapereiden määrä) on yli 1 milj. euroa. AML 3 luvussa säädetään yleisestä velvollisuudesta laatia esite, joka koskee liikkeeseenlaskijoita myös silloin, kun esiteasetus ei tule sovellettavaksi. Lähtökohtaisesti esiteasetusta sovelletaan tarjottaessa arvopapereita yleisölle, jos tarjottavien arvopapereiden määrä yhteenlasketulta vastikkeeltaan on yli 1 milj. euroa. Esiteasetuksessa säädetään kuitenkin jäsenvaltioille mahdollisesta poikkeuksesta, jonka mukaan EU-esitettä ei tarvitse laatia, jos tarjottavien arvopapereiden määrä on alle 8 milj. euroa. Suomessa tällainen mahdollisuus on otettu käyttöön AML:ssa. Tässä tapauksessa liikkeeseenlaskijan on laadittava Valtiovarainministeriön asetuksen (1281/2018) (VMA) mukainen perustietoasiakirja. VMA-perustietoasiakirjaa on mahdollista käyttää vain

Suomessa. Jos tarjottavien arvopaperien määrä on alle 1 milj. euroa, esitettä tarvitse laatia ja julkistaa. Tällöin tulee sovellettavaksi AML:n yleiset periaatteet. Liikkeeseenlaskijalla ja arvopaperien tarjoajalla on kuitenkin aina mahdollista oikeus laatia vapaaehtoisesti esiteasetuksen mukainen esite.

Esiteasetusta sovelletaan myös, kun haetaan arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinapaikalla. Sen sijaan haettaessa arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi monenkeskiselle markkinapaikalle, tulee tehdä markkinapaikan sääntöjen mukainen yhtiöesite. Suomessa ainoana monenkeskisenä markkinapaikkana toimii Nasdaq First North Growth Market Finland. Yhtiöesitteessä tulee olla pörssin sääntöjen yhtiöesitteeltä edellyttämät tiedot. Osakkeiden tarjoaminen monenkeskiselle markkinapaikalle edellyttää esiteasetuksen mukaisten esitteen laatimista, jos tarjottavien arvopaperien määrä on yli 8 milj. euroa. Sen sijaan, kun monenkeskiselle markkinapaikalle listautumisen yhteydessä tarjotaan arvopapereita ja tarjottavien arvopaperien määrä on enintään 8 milj. euroa, sijoittajien saatavilla on pidettävä markkinapaikan sääntöjen mukainen yhtiöesite. Tällöin kuitenkin yhtiöesitteeseen tulee sisällyttää AML:ssa säädetyn perustietoasiakirjan tiedot.

Joukkorahoituksen saajan ei tarvitse julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan Suomessa ja niiden yhteenlaskettu vastike 12 kuukauden aikana on alle 8 000 000 euroa ja joukkorahoituksen saada julkistaa joukkorahoituslaissa edellytetyt tiedot.

4.2 Poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite

Esiteasetuksessa säädetään poikkeuksista esitteen julkaisemisvelvollisuuteen. Poikkeukset koskevat tilanteita, joissa esitteen laatimisvelvollisuuden on katsottu olevan kohtuuton rasite. Poikkeamisperusteet koskevat erikseen velvollisuutta julkaista esite tarjottaessa arvopapereita yleisölle ja esite haettaessa arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Liikkeeseenlaskijalla voi olla velvollisuus laatia esite sillä perusteella, että se hakee arvopapereita kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, vaikka se olisi arvopapereiden tarjoamisen osalta vapautettu esitevelvollisuudesta. Velvollisuus laatia ja julkistaa esite syntyy siten itsenäisesti arvopaperien yleisölle tarjoamisen ja kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle hakemisen seurauksena.

Esitettä ei tarvitse julkaista tarjottaessa arvopapereita yleisölle, jos arvopapereita tarjotaan yksinomaan kokeneille sijoittajille tai arvopapereita tarjotaan kutakin ETA-jäsenvaltiota kohti laskettuna alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia. Esitettä ei tarvitse julkistaa, jos arvopapereiden yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa tai arvopapereita tarjotaan sijoittajille, jotka hankkivat arvopapereita vähintään 100 000 euroa sijoittajaa ja kutakin yksittäistä tarjousta kohti. Esitettä ei tarvitse myöskään julkistaa, jos osakkeet lasketaan liikkeeseen jo liikkeeseen laskettujen samanlajisten osakkeiden sijaan ja tällaisten uusien osakkeiden liikkeeseenlasku ei merkitse osakepääoman korottamista.

Esiteasetuksesta säädetään myös mahdollisuudesta olla julkistamatta esite tilanteessa, jossa arvopapereita tarjotaan julkisen ostotarjouksen, sulautumisen ja jakautumisen yhteydessä, sekä tilanteessa, jossa osingot maksetaan osingon tuottaneiden osakkeiden kanssa

samanlaisina osakkeina. Lisäksi tilanteessa, jossa työntekijöille tarjotaan tai luovutetaan arvopapereita, ei tarvitse julkistaa esiteasetuksen mukaista esitettä. Näissä tilanteissa esite voidaan korvata muulla asiakirjalla.

Haettaessa arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle julkaisuvelvoite ei sovellu, mikäli kaupankäynnin kohteeksi haetaan arvopapereita, jotka ovat kaupankäynnin kohteena samalla säännellyllä markkinalla. Edellytyksenä on, että tarjottavien arvopapereiden yhteenlaskettu lukumäärä 12 kuukauden ajanjaksona on vähemmän kuin kaksikymmentä prosenttia samanlajisten ja samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien lukumäärästä. Edellä mainittu poikkeusmahdollisuus koskee myös tilannetta, jossa osakkeet saadaan muuntamalla tai vaihtamalla muita arvopapereita taikka käyttämällä muiden arvopapereiden tuottamia oikeuksia.

Poikkeusmahdollisuus koskee myös tilannetta, jossa arvopapereita haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi julkisen ostotarjouksen, sulautumisen ja jakautumisen yhteydessä. Vastaavasti esitteen julkistamisvelvollisuutta ei ole, jos osinko maksetaan samanlaisina osakkeina ja kyseiset osakkeet haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Lisäksi tilanteessa, jossa työntekijöille tarjotaan tai luovutetaan arvopapereita ja kyseiset arvopaperit otetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi, ei tarvitse julkistaa esiteasetuksen mukaista esitettä. Näissä tilanteissa esite voidaan korvata muulla asiakirjalla.

Esitettä ei tarvitse julkistaa, jos kaupankäynnin kohteeksi haetaan arvopapereita, jotka ovat jo kaupankäynnin kohteena toisella säännellyllä markkinalla. Edellytyksenä on, että arvopaperit tai niiden kanssa samanlaiset arvopaperit ovat olleet yli 18 kuukautta kaupankäynnin kohteena toisella säännellyllä markkinalla ja niistä on jo aiemmin julkaistu esiteasetuksessa mainittu esite. Tällöin liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa varsinaisen esitteen tiivistelmä, jossa mainitaan lisäksi, missä viimeisin esite on saatavana ja missä liikkeeseenlaskijan jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla julkaisemat taloudelliset tiedot ovat saatavilla.

4.3 Esitteen sisältö

Esiteasetuksen mukaisessa esitteessä on annettava tarpeelliset tiedot, jotka ovat sijoittajan kannalta olennaisia perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaajasta. Esitteen on sisällettävä olennaiset ja riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä. Esitteessä on oltava tiedot arvopapereihin liittyvistä oikeuksista, liikkeeseenlaskun syistä ja vaikutuksista liikkeeseenlaskijaan. Esitteen sisältämät tiedot voivat olla erilaisia riippuen esimerkiksi liikkeeseenlaskijan luonteesta sekä olosuhteista ja arvopapereiden tyypistä. Tiedot on esitettävä helposti analysoitavassa, ytimekkäässä ja ymmärrettävässä muodossa.

Esite on julkaistava joko yhtenä asiakirjana tai kolmesta osasta koostuvana asiakirjana. Jos esite julkaistaan kolmiosaisena, sen osat on nimettävä rekisteröintiasiakirjaksi,

arvopaperiliitteeksi ja tiivistelmäksi. Liikkeeseenlaskija voi valita, julkaistaanko esite yhtenä vai kolmena erillisenä asiakirjana. Rekisteröintiasiakirjan on sisällettävä tiedot liikkeeseenlaskijasta. Rekisteröintiasiakirjassa tulee kuvata yrityksen organisaatiota, liiketoimintaa, taloudellista asemaa, tulosta, tulevaisuudennäkymiä, hallinnointia ja omistusrakennetta. Arvopaperiliitteen on sisällettävä tiedot arvopapereista, joita tarjotaan yleisölle tai jotka on tarkoitus ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla.

Tiivistelmässä annetaan keskeiset tiedot, jotka sijoittajat tarvitsevat voidakseen ymmärtää liikkeeseenlaskijan, takaajan ja tarjottavien tai säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopapereiden luonteen sekä niihin liittyvät riskit. Tiivistelmä toimii yhdessä esitteen muiden osien kanssa sijoittajien tukena näiden harkitessa sijoittamista arvopapereihin. Tiivistelmä ei saa olla harhaanjohtava, vaan sen tulee olla johdonmukainen suhteessa esitteen muihin osioihin ja olla sisällöltään täsmällinen, tasapuolinen sekä selkeä. Tiivistelmä on laadittava lyhyenä, ytimekkäästi kirjoitettuna asiakirjana, jonka pituus tulostettuna on enintään seitsemän A4-kokoista sivua. Tiivistelmän on oltava esitystapansa, asettelunsa ja kirjasinkokonsa puolesta helppolukuinen ja kirjoitettu sellaisella selkeällä, ytimekkäällä ja helppotajuisella yleiskielellä ja tyylillä, joka auttaa sijoittajia ymmärtämään tiedot. Tiivistelmässä on oltava johdanto, joka sisältää varoitukset, keskeiset tiedot liikkeeseenlaskijasta, arvopapereista ja arvopapereiden yleisölle tarjoamisesta tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla ottamisesta.

Esitteen laatiminen kolmena erillisenä asiakirjana saattaa helpottaa liikkeeseenlaskijan hallinnollista taakkaa esimerkiksi tilanteessa, jossa suoritetaan useita arvopapereiden liikkeeseenlaskuja. Liikkeeseenlaskija voi hakea yksinomaan rekisteröintiasiakirjan hyväksymistä. Kun liikkeeseenlaskija kuvaa tiedot on hyväksytty rekisteröintiasiakirjassa, liikkeeseenlaskijan tarvitsee myöhemmin laatia ainoastaan arvopaperiliite ja tiivistelmä. Lisäksi jos toimivaltainen viranomainen on hyväksynyt yleisen rekisteröintiasiakirjan kahtena peräkkäisenä tilikautena, seuraavat rekisteröintiasiakirjat tulee edelleen toimittaa toimivaltaiselle viranomaiselle, mutta niiltä ei edellytetä hyväksyntää.

Esitteeseen voidaan tarpeen mukaan liittää erilaisia lisätieto-osioita, jolloin ne ovat osa esitettä. Viittausmenettely mahdollistaa sen, että varsinaiset esiteasiakirjat eivät sisällä kaikkia vaadittuja tietoja vaan informaation siitä, mistä tällainen tieto on saatavissa. Esitteessä saa viitata vain sellaisiin asiakirjoihin, jotka on julkistettu aiemmin tai jotka julkistetaan tai asetetaan yleisön saataville esitteen kanssa samanaikaisesti. Viitattuja asiakirjoja voivat siten olla esimerkiksi tilinpäätökset, toimintakertomukset, tilintarkastuskertomukset, osavuosi- ja puolivuosisikatsaukset, pörssitiedotteet, sulautumis- ja jakautumissuunnitelmat, aiemmin hyväksytyt esitteet sekä yhtiöjärjestykset.

Tietojen tulee olla uusimpia liikkeeseenlaskijan käytettävissä olevia tietoja. Jos vain asiakirjan tietyissä osissa olevat tiedot sisällytetään esitteeseen viittaamalla, tulee tällöin esitteeseen lisätä lausunto, mistä kohdin tiedot, joita ei ole sisällytetty esitteeseen viittaamalla löytyvät tai ovatko ne epäolennaisia sijoittajan kannalta. Kun tietoja sisällytetään viittaamalla, liikkeeseenlaskijoiden, tarjoajien tai säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi ottamista hakevien henkilöiden on varmistettava tietojen saatavuus. Esitteessä on oltava erityisesti viittausluettelo, jotta sijoittajat voivat löytää yksittäiset tiedot helposti, ja

esitteeseen on sisällytettävä hyperlinkit kaikkiin asiakirjoihin, joiden tietoja on sisällytetty viittaamalla.

4.4 EU-kasvuesite

Pk-yrityksiä koskevat suhteutetut tietovaatimukset. Pk-yritys voi laatia ns. EU-kasvuesitteen, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle edellyttäen, ettei niillä ole kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla otettuja arvopapereita. EU-kasvuesitteen sisältö on suppeampi kuin tavallisen esitteen. EU:n kasvuesitteen voivat laatia arvopapereita yleisölle tarjottaessa muutkin liikkeeseenlaskijat, joita ei luokitella pk-yrityksiksi, ja joiden arvopapereilla käydään tai aiotaan käydä kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla. Edellytyksenä on, että kyseisten liikkeeseenlaskijoiden keskimääräisen markkina-arvon tulee olla alle 500 miljoonaa euroa kolmen edeltävän kalenterivuoden lopussa osakekurssin perusteella laskettuna. Lisäksi kasvuesitteen voivat laatia muut liikkeeseenlaskijat, jos arvopapereiden yleisölle tarjoamisen vastikkeet unionissa 12 kuukauden aikana ovat yhteensä korkeintaan 20 miljoonaa euroa, liikkeeseenlaskijoiden arvopapereilla ei käydä kauppaa monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja työntekijöiden määrä edellisen tilikauden aikana oli korkeintaan 499.

4.5 Yksinkertaistetut tietovaatimukset

Listautumisen jälkeisiä liikkeeseenlaskuja koskee yksinkertaistetut tietovaatimukset. Jos liikkeeseenlaskijan arvopaperit ovat olleet kaupankäynnin kohteena vähintään viimeisten 18 kuukauden ajan säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvupaikalla, samanlajisten arvopapereiden liikkeeseenlaskussa liikkeeseenlaskijan on mahdollista laatia yksinkertaistettu esite. Vastaava mahdollisuus koskee myös muita kuin osakesidonnaisia arvopapereita, jos liikkeeseenlaskijan osakesidonnaiset arvopaperit ovat olleet kaupankäynnin kohteena vähintään viimeisten 18 kuukauden ajan säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvupaikalla. Myös arvopaperien tarjoamisessa voidaan hyödyntää yksinkertaistettua esitettävä, jos arvopaperi on ollut kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla yhtäjaksoisesti vähintään viimeisten 18 kuukauden ajan.

4.6 Perusesite

Kun kyseessä ovat muut kuin osakesidonnaiset arvopaperit, esite voi koostua myös perusesitteestä, joka sisältää kaikki tarpeelliset tiedot liikkeeseenlaskijasta ja yleisölle

tarjottavista tai kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla otettavista arvopapereista. Perusesitettä käytetään esimerkiksi joukkovelkakirjalainaohjelmassa, jossa liikkeeseenlaskija laatii vain yhden perusesitteen ja jokaiselle lainalle lopulliset lainakohtaiset ehdot. Perusesite voidaan myös laatia yhtenä asiakirjana tai erillisinä asiakirjoina.

5 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

5.1 Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sisältö

Säännöllisellä tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan taloudellisesta asemasta ja tuloksesta säännöllisesti julkistettavia tietoja. Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML 7 luvussa. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus perustuu EU:n avoimuusdirektiiviin 2004/109/EY. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden osalta noudatetaan kotivaltioperiaatetta. Tällöin kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa avoimuusdirektiivissä määritellyt säännellyt tiedot kotijäsenvaltion sääntelyn mukaisesti. Kotijäsenvaltion sääntely voi olla tiukempaa kuin mitä avoimuusdirektiivi edellyttää.

Säännöllinen tiedonantovelvollisuus sisältää tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen, puolivuotiskatsauksen sekä muita säänneltyjä tietoja. Kirjanpitovelvollisen on laadittava tilinpäätös ja mahdollinen toimintakertomus neljän kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. AML:n mukaisen liikkeeseenlaskijan on julkistettava tilinpäätöksensä ja toimintakertomuksensa ilman aiheetonta viivytystä viimeistään kolme viikkoa ennen sitä yhtiökokousta, jossa tilinpäätös on esitettävä vahvistettavaksi, kuitenkin viimeistään neljän kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä. Tilinpäätöksen tulee antaa oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan ja sen konsernin toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Toimintakertomuksessa on annettava oikean kuvan antava selostus liikkeeseenlaskijan ja sen konsernin toiminnan kehittymisestä ja tuloksellisuudesta, taloudellisesta tilanteesta sekä niihin kohdistuvista merkittävistä riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen ohessa on julkistettava myös tilintarkastajan raportti.

Toimintakertomuksessa tai erillisessä kertomuksessa on myös esitettävä selvitys liikkeeseenlaskijan hallinto- ja ohjausjärjestelmistä. Osakkeen liikkeeseenlaskijan on lisäksi julkistettava palkitsemisraportti, joka sisältää tiedot hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenten sekä toimitusjohtajan ja hänen sijaisensa palkitsemisesta erillisen palkitsemispolitiikan mukaisesti edellisen tilikauden aikana. Palkitsemisraportti on julkistettava viimeistään kolme viikkoa ennen liikkeeseenlaskijan yhtiökokousta, jossa palkitsemisraporttia käsitellään.

5.2 Kestävyysraportti

Liikkeeseenlaskijan on jatkossa sisällytettävä toimintakertomukseen KPL:n 7 luvun mukainen kestävyysraportti. Kestävyysraportointi perustuu EU:n kestävyysraportointidirektiiviin (2022/2464, CSRD). Kestävyysraportointidirektiivin tarkoituksena on saattaa kestävyysraportointi samaan asemaan taloudellisen raportoinnin kanssa.

Aiemmin suppeampi muita kuin taloudellisia tietoja koskeva selvitys annettiin käytännössä erillisenä kertomuksena, vaikka sen liittäminen toimintakertomukseen oli mahdollista. Velvollisuus kestävyysraportin laatimiseen koskee kaikkia suuryrityksiä, pörssilistattuja pienyrityksiä ja keskikokoisia yrityksiä. Vain pörssilistatut mikroyritykset jäävät kestävyysraportointia ja sen varmentamista koskevien säännösten ulkopuolelle.

Velvollisuus kestävyysraportointiin astuu voimaan vaiheittain. Kestävyysraportointi on vuodesta 2024 alkaen koskenut yli 5000 henkilöä työllistäviä yleisen edun kannalta merkittäviä yhteisöjä. Vuodesta 2025 pakollinen kestävyysraportointi laajenee kaikkiin suuriin yrityksiin. Suurena yrityksenä pidetään KPL:n mukaan kirjanpitovelvollista, jolla sekä päättyneellä että sitä välittömästi edeltäneellä tilikaudella ylittyy vähintään kaksi seuraavista kolmesta raja-arvosta tilinpäätöspäivänä: 1) taseen loppusumma 25 000 000 euroa; 2) liikevaihto 50 000 000 euroa; 3) tilikauden aikana palveluksessa keskimäärin 250 henkilöä. Listattujen pienten ja keskisuurten yritysten osalta pakollinen raportointi alkaa vuodesta 2026. Vuodesta 2028 alkaen kestävyysraportointi koskee myös EU:n ulkopuolisia yrityksiä, joilla on tytäryhtiö tai pysyvä toimipaikka EU:n alueella ja liikevaihto EU:n alueella ylittää 150 miljoonaa euroa.

Kestävyystiedot sisällytetään omana osionaan eli kestävyysraporttina toimintakertomukseen, joka puolestaan liitetään tuloslaskelman ja taseen liitetietoihin sekä mahdollisen rahoituslaskelman käsittävään tilinpäätökseen. Kestävyysraportissa esitettyjen tietojen todenmukaisuus varmennetaan tilintarkastajan toimesta. Kestävyysraportti tulee julkistaa digitaalisessa muodossa, jotta raportoitu informaatio olisi hyödynnettävissä mahdollisimman vaivattomasti.

Kestävyysraportin tulee sisältää niin sanottu kahdensuuntainen informaatio (kaksinkertainen olennaisuus) kestävyysvaikutuksista. Kestävyysraportissa on esitettävä yhtäältä yrityksen vaikutuksista kestävyysseikkoihin ja toisaalta, miten kestävyysseikat vaikuttavat liikkeeseenlaskijan kehitykseen, tulokseen ja asemaan. Kestävyysraportissa on esitettävä tiivistetyt kuvaukset siitä, miten kestävyysseikat ja esimerkiksi sidosryhmät otetaan huomioon liiketoimintamallissa ja -strategiassa. Kestävyysraportissa on esitettävä liikkeeseenlaskijan kestävyysseikkoja koskevat tavoitteet ja kuvaus tavoitteiden saavuttamisen edistymisestä.

Kestävyysraportissa on esitettävä muun muassa kuvaus 1) kestävyysraportointiyrityksen menettelyistä, jotka koskevat kestävyysseikkojen huomioonottamista, 2) merkittävimmistä tosiasiallisista tai mahdollisista haittavaikutuksista, jotka liittyvät kestävyysraportointiyrityksen omiin toimintoihin ja sen arvoketjuun ja 3) toteutetuista toimista tosiasiallisten tai mahdollisten haittavaikutusten ehkäisemiseksi, lieventämiseksi, korjaamiseksi tai poistamiseksi. Kestävyysraportissa on lisäksi esitettävä kuvaus kestävyysraportointiyritykseen kohdistuvista merkittävimmistä riskeistä, jotka liittyvät kestävyysseikkoihin. Kestävyysraportointia koskevissa kuvauksissa on hyödynnettävä indikaattoreita, joista säädetään tarkemmin delegoiduissa säännöksissä.

Kestävyysraportti laaditaan ESRS-standardien mukaisesti. Standardit on julkistettu komission asetuksen 2023/2772 liitteenä. Standardeja on kaikkiaan 12 kappaletta. Kaksi niistä on yleisiä vaatimuksia ja tietoja koskevaa standardia. Viisi standardia koskee ympäristöä, neljä sosiaalisia asioita ja yksi hallinnointia.

Yleiset

- ESRS 1 – Yleiset vaatimukset
- ESRS 2 – Yleiset tiedot

Ympäristö (E – *Environment*)

- ESRS E1 – Ilmastonmuutos
- ESRS E2 – Pilaantuminen
- ESRS E3 – Vesivarat ja merten luonnonvarat
- ESRS E4 – Biologinen monimuotoisuus
- ESRS E5 – Vaikutusten kohteena olevat yhteisöt

Sosiaaliset seikat (S – *Social*)

- ESRS S1 – Oma työvoimastandardi
- ESRS S2 – Arvoketjun työntekijätstandardi
- ESRS S3 – Vaikutusten kohteena olevat yhteisöt
- ESRS S4 – Kuluttajat ja loppukäyttäjät

Yrityshallinto (G – *Governance*)

- ESRS G1 – Liiketoiminnan harjoittaminen

ESRS-standardeissa määritetään erityisesti sellaiset tiedot, jotka yrityksen on annettava olennaisista vaikutuksistaan, riskeistään ja mahdollisuuksistaan, jotka kytkeytyvät ympäristöön, yhteiskuntaan ja hallintotapaan liittyviin kestävyysseikkoihin. ESRS-standardeissa ei edellytetä, että yritykset antavat tietoja ESRS-standardeissa käsitellyistä ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvistä aiheista, jos yritys on arvioinut kyseiset aiheet epäolennaisiksi.

ESRS-kestävyysraportointi perustuu kahdenkertaisen olennaisuuden periaatteeseen. Kaksinkertaisella olennaisuudella on seuraavat kaksi ulottuvuutta: vaikutuksen olennaisuus (impact materiality) ja taloudellinen olennaisuus (financial materiality). Kestävyysseikka täyttää kaksinkertaisen olennaisuuden kriteerin, jos se on olennainen vaikutuksen kannalta tai taloudellisesta näkökulmasta tai kummallakin tavalla.

Kestävyysseikka on vaikutukseltaan olennainen, kun se liittyy yrityksen olennaisiin tosiasiallisiin tai mahdollisiin myönteisiin tai kielteisiin vaikutuksiin, joita sillä on ihmisiin tai ympäristöön lyhyellä, keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä. Kestävyysseikka on taloudellisesta näkökulmasta olennainen, jos siitä aiheutuu tai siitä voidaan kohtuudella odottaa aiheutuvan yritykselle olennaisia taloudellisia vaikutuksia. Näin on silloin, kun kestävyysseikasta aiheutuu sellaisia riskejä tai mahdollisuuksia, joilla on olennainen vaikutus tai joiden voidaan kohtuudella olettaa vaikuttavan olennaisesti yrityksen kehitykseen, taloudelliseen asemaan, taloudelliseen tulokseen, kassavirtoihin, rahoituksen saatavuuteen tai pääomakustannuksiin lyhyellä, keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä.

Yrityksen on kestävyys selvitystä laatiessaan raportointikauden päättymisestä alkaen noudatettava seuraavia aikavälejä: a) lyhyt aikaväli: ajanjakso, jonka yritys on tilinpäätöksessään määrittänyt raportointikaudeksi; b) keskipitkä aikaväli: a alakohdan mukaisen lyhyen aikavälin raportointikauden päättymisestä viiteen vuoteen; ja c) pitkä aikaväli: yli 5 vuotta. Yrityksen kestävyys selvityksen raportointikauden on oltava yhdenmukainen yrityksen tilinpäätöksen raportointikauden kanssa.

Kestävyysraportointi edellyttää yritykseltä due diligence -prosessia. Due diligence on prosessi, jonka avulla yritykset tunnistavat, ehkäisevät ja lieventävät tosiasiallisia ja mahdollisia kielteisiä vaikutuksia, jotka kohdistuvat ympäristöön ja yrityksen liiketoiminnassa mukana oleviin ihmisiin, sekä selostavat, miten ne käsittelevät näitä vaikutuksia. SRS-standardeissa ei aseteta due diligence -prosessin osalta tarkkoja vaatimuksia.

Kestävyys selvityksen on koskettava samaa raportoivaa yritystä kuin tilinpäätös. Jos raportoiva yritys esimerkiksi on emoyhtiö, jonka edellytetään laativan konsernitilinpäätöksen, kestävyys selvitys laaditaan konsernille. Kestävyys selvityksessä on annettava yrityksen arvoketjua koskevat tiedot. Kestävyys selvityksessä on siis otettava huomioon ne olennaiset vaikutukset, riskit ja mahdollisuudet, jotka liittyvät sen arvoketjuun.

Kestävyysraportointi on varmennettava riippumattoman osapuolen toimesta. Suomessa kestävyysraportoinnin voivat varmentaa vain lakisääteiset tilintarkastajat, joilla on vaadittava erityspätevyys.

5.3 Puolivuosisikatsauksen julkistamisvelvollisuus

Arvopaperin liikkeeseenlaskijan on julkistettava puolivuosisikatsaus tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta. Velvollisuus ei kuitenkaan koske liikkeeseenlaskijaa, joka on laskenut liikkeeseen kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla vain muita arvopapereita kuin osakkeita, osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita tai näihin rinnastettavia arvopapereita, jos näiden arvopaperien yksikkökohtainen nimellisarvo on vähintään 100 000 euroa tai tätä liikkeeseenlaskupäivänä vastaava määrä muussa valuutassa.

Puolivuosisikatsaus on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kolmen kuukauden kuluessa katsauskauden päättymisestä. Puolivuosisikatsauksen julkistamisajankohta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.

Puolivuosisikatsauksen on annettava oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta. Puolivuosisikatsaus on laadittava noudattaen samoja kirjaamis- ja arvostusperiaatteita kuin tilinpäätöksessä. Puolivuosisikatsauksessa esitettävien tietojen on oltava vertailukelpoisia edellisen tilikauden vastaavan katsauskauden tietoihin. Jos liikkeeseenlaskijan on laadittava konsernitilinpäätös, puolivuosisikatsaus annetaan konsernin tietoina.

Puolivuositarkastuksessa on oltava selostusosa ja taulukko-osa. Puolivuositarkastuksen selostusosassa on annettava yleiskuvaus liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta sekä niiden kehityksestä katsauskaudella. Siinä on selostettava katsauskauden merkittäviä tapahtumia ja liiketoimia sekä niiden vaikutuksia liikkeeseenlaskijan toiminnan tulokseen ja taloudelliseen asemaan ja annettava kuvaus liikkeeseenlaskijan liiketoimintaan liittyvistä merkittävistä lähiajan riskeistä ja epävarmuustekijöistä. Puolivuositarkastuksen taulukko-osa on laadittava noudattaen kirjanpitolaisissa (KPL, 1336/1997) tarkoitettuja kansainvälisiä, osavuositarkastuksia koskevia tilinpäätösstandardeja.

Jos liikkeeseenlaskijan tilintarkastaja on tarkastanut puolivuositarkastuksen, tilintarkastajan on ilmoitettava lausunnossaan, missä laajuudessa tarkastus on suoritettu. Tilintarkastajan lausunto on tällöin liitettävä puolivuositarkastukseen. Jos liikkeeseenlaskijan tilintarkastaja ei ole tarkastanut puolivuositarkastusta, liikkeeseenlaskijan on ilmoitettava tästä puolivuositarkastuksessa.

5.4 Osavuositarkastukset

Liikkeeseenlaskijalla ei enää ole AML:iin eikä myöskään Helsingin pörssin sääntöihin perustuvaa velvollisuutta julkistaa osavuositarkastuksia tilikauden ensimmäiseltä kolmelta ja yhdeksältä kuukaudelta. Monet pörssiyritykset kuitenkin julkistavat niitä vapaaehtoisesti. Jos liikkeeseenlaskija julkistaa osavuositarkastuksia, niiden on oltava johdonmukainen suhteessa muuhun säännölliseen tiedonantovelvollisuuteen (AML 1:4). Lisäksi pörssin sääntöjen mukaan osavuositarkastuksessa annettujen tietojen tulee noudattaa esittämistavaltaan ja sisällöltään mahdollisimman yhdenmukaista linjaa (johdonmukaisuusvaatimus). Kyseisten tietojen esittämistapaa ja sisältöä ei tule pääsääntöisesti muuttaa kesken tilikauden. Olennaiset tätä tiedottamiskäytäntöä koskevat muutokset tulee julkistaa etukäteen, mikäli mahdollista.

5.5 Tilinpäätöstiedote

AML ei nykyisin edellytä tilinpäätöstiedotteen julkistamista. Sen sijaan Helsingin pörssin säännöissä edellytetään tilinpäätöstiedotteen julkistamista. Pörssin sääntöjen mukaan tilinpäätöstiedote on julkistettava ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään kolmen (3) kuukauden kuluessa tilikauden päättymisestä ja siitä on käytävä ilmi, onko tilinpäätöstiedote tilintarkastettu, tilintarkastajan yleisluontoisesti tarkastama tai että tilinpäätöstiedotetta ei ole tilintarkastettu. Tilinpäätöstiedotteen julkistamisajankohta on julkistettava heti, kun siitä on päätetty.

Helsingin pörssin sääntöjen mukaan tilinpäätöstiedotteen tulee sisältää vastaavat tiedot kuin tilikauden kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta julkistettava puolivuositarkastuksessa ja lisäksi

hallituksen esitys voittoa tai tappiota koskeviksi toimenpiteiksi sekä selvitys jakokelpoisista varoista. Tiedotteen tulee sisältää myös tieto siitä, missä ja millä viikolla tilinpäätös ja toimintakertomus ovat yleisön saatavilla.

6 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ohella arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskee jatkuva tiedonantovelvollisuus. Liikkeeseenlaskijan on jatkuvasti julkistettava tietoa osakkeenarvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Käytännössä tällä tarkoitetaan nykyisin sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta. Sisäpiiritiedon määritelmästä ja julkistamisvelvollisuudesta säädetään EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (MAR), joka EU:n asetuksena on suoraan Suomessa sovellettavaa oikeutta.

MAR:ssa säädetään sisäpiiritiedon määritelmästä. Sisäpiiritiedon määritelmä on merkityksellinen sisäpiiritiedon julkistamisen, sisäpiiritiedon käyttökiellon ja sisäpiirirekisterin perustamisajankohdan näkökulmasta. Sisäpiiritieto on MAR 7 artiklan mukaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. Sisäpiiritiedossa on siten kolme osatekijää: 1) täsmällisyys, 2) julkistamattomuus ja 3) olennaisuus (huomattava hintavaikutus). Liikkeeseenlaskijan on pääsäännön mukaan julkistettavaa sisäpiiritietoa mahdollisimman pian.

6.1 Tiedon täsmällisyys

Täsmällisyysvaatimus edellyttää, että tiedon tulee olla luonteeltaan täsmällistä, jotta se tulkittaisiin sisäpiiritiedoksi ja siten laukaisisi sisäpiiritiedon käyttökiellon sekä edellyttäisi tiedon julkistamista. Kaikki yleinen liikkeeseenlaskijaa koskeva tieto ei ole sisäpiiritietoa, joka edellyttäisi liikkeeseenlaskijalta toimenpiteitä. Tiedon täsmällisyyttä koskevalla vaatimuksella rajataan sisäpiiritiedon ulkopuolelle perusteettomia huhuja ja spekulatioita sekä liian epävarmaa tietoa.

Tiedon täsmällisyys edellyttää, että tieto viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, jotka ovat jo ilmenneet tai toteutuneet taikka joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän tai toteutuvan. Täsmälliseltä tiedolta siis edellytetään, että olosuhteen tai tapahtuman voidaan todennäköisesti odottaa toteutuvan tulevaisuudessa. Olosuhteelta tai tapahtuman toteutumiselta ei kuitenkaan edellytä suurta todennäköisyyttä. Tiedon täsmällisyysvaatimuksen katsotaan täyttyvän jo silloin, kun kyseisten olosuhteiden tai tapahtuman ilmenemiseen tai toteutumiseen on olemassa tosiasiallinen mahdollisuus. Tiedon täsmällisyysvaatimus edellyttää myös hintavaikutuksen arvioimista. Tiedon on oltava tarpeeksi tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös olosuhteen tai tapahtuman vaikutuksesta hintaan. Täsmällisyysvaatimus ei kuitenkaan edellytä, että hintavaikutuksen suunta olisi tiedossa, vaan riittävää on, että olosuhde tai tapahtuma vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan.

6.2 Tiedon julkistamattomuus

Toinen sisäpiiritiedon määritelmän osatekijä on tiedon julkistamattomuus. Tällöin kysymykseksi nousee, milloin tiedon voidaan katsoa olevan sillä tavoin julkista, että se ei ole enää sisäpiiritietoa. Tieto, joka on julkistettu MAR:n mukaisesti, ei ole sisäpiiritietoa. Sen lisäksi tieto, joka on markkinoiden käytettävissä, ei ole sisäpiiritietoa, vaikka sitä ei olisi julkistettu MAR:n mukaisesti. Tällöin keskeistä on, onko tieto heijastunut arvopaperin kurssiin. Käytännössä yleisesti vakiintuneiden tiedottamiskanavien kautta julkitulleiden tietojen katsotaan olevan markkinoimijoiden tiedossa ja siten markkinoilla saatavilla. Sinällään laajalle joukolle levinnyt sisäpiiritieto ei lakkaa olemasta sisäpiiritietoa yksinomaan siitä syystä, että tieto on lukuisien markkinoimijoiden tiedossa, mikäli tieto on vain rajoitetulla joukolla. Vastaavasti julkisesti saatavilla olevien tietojen perusteella tehtyjä tutkimuksia ja arvioita ei sellaisenaan pidetä sisäpiiritietona, vaikka näin jalostettu tieto ei olisi markkinoiden saatavilla.

6.3 Tiedon olennaisuus

Sisäpiiritiedon määritelmän kolmas osatekijä on olennaisuusvaatimus. Sisäpiiritiedon olennaisuusvaatimus edellyttää, että tiedolla tulee olla huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan. Tätä arvioidaan niin sanotulla järkevän sijoittajan testillä. Tiedolla katsotaan olevan huomattava vaikutus arvopaperin hintoihin, jos järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi tietoa yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena.

Olennaisuuden arvioinnissa tukea voi hakea siitä, miten sijoittajat tai muut markkinoilla toimivat ovat aikaisemmin reagoineet liikkeeseenlaskijan tai toisen samalla toimialalla toimivan liikkeeseenlaskijan julkistamisiin vastaavan kaltaisiin tietoihin. Arvioinnissa on mahdollista tukeutua myös niihin seikkoihin, joihin esimerkiksi analyytikot ja salkunhoitajat ovat tavanomaisesti kiinnittävät erityistä huomiota. Tiedon olennaisuuteen voi vaikuttaa myös liikkeeseenlaskijan aiempi tiedonantokäytäntö. Velvollisuus tietojen julkistamiseen korostuu erityisesti tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskijan aiempaan tiedonantokäytäntöön on kuulunut julkistaa täsmällisiä ja numeerisia arvioita yhtiön toiminnan ja tuloksen kehittymisestä. Jos liikkeeseenlaskija on esimerkiksi julkistanut tavoitteita, on olennaisuuden näkökulmasta perusteltua julkistaa myös näihin tavoitteisiin pääsemisen edistyminen ja mahdolliset tavoitteet muutokset.

6.4 Pitkäkestoiset prosessit

Pitkäkestoisen prosessin yksittäinen välivaihekin voi olla sisäpiiritietoa. Tällaisia tietoja voivat olla muun muassa tiedot sopimusneuvottelujen vaiheista, alustavista ehdoista tai tieto mahdollisuudesta tarjota rahoitusvälineitä, rahoitusvälineiden tulevia markkinointiedellytyksiä, rahoitusvälineiden tarjoamisen alustavia ehtoja tai harkintaa, joka koskee rahoitusvälineen sisällyttämistä merkittävään indeksiin tai rahoitusvälineen poistamista tällaisesta indeksistä. Välivaihe katsotaan sisäpiiritiedoksi, jos se sellaisenaan täyttää sisäpiiritiedon arviointiperusteet. Tiedon on oltava kuitenkin tarpeeksi tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tapahtumien vaikutuksesta hintaan.

Pörssin sisäpiiriohjeen mukaan silloin, kun sisäpiiritieto koskee valmisteltavaa toimenpidekokonaisuutta tai järjestelyä, sen toteuttamisen valmistelusta tulee olla olemassa listayhtiön toimivaltaisen elimen nimenomainen päätös tai muu vastaava kannanotto. Esimerkiksi hallituksessa käsiteltävä yleiskatsaus, jossa informoidaan useista alustavan valmistelun kohteena olevista yrityskauppa- ja/tai yritysjärjestelymahdollisuuksista, ei yleensä edellytä hankekohtaisen sisäpiiriluentelun perustamista. Pitkäkestoisen menettelyn välivaihetta on pidettävä sisäpiiritietona, jos se sellaisenaan täyttää sisäpiiritiedon kriteerit.

Pörssin sisäpiiriohjeen mukaan valmisteluvaiheessa tehtäviä alustavia selvityksiä ei ole tarpeen pitää hankkeena. Esimerkiksi alustavat selvitykset ja analyysit yrityskaupan kohteesta tai vaihtoehtoisista ratkaisuista eivät muodosta hanketta. Kahdenvälinen yrityskauppa voi edetä esimerkiksi seuraavasti. Katkoviiva kuvaa ajankohtaa, jolloin järjestely on edennyt siihen vaiheeseen, että sitä on viimeistään pidettävä sisäpiiritietona, josta on tehtävä julkistamista koskeva lykkäyspäätös ja josta on perustettava hankekohtainen sisäpiiriluentelo:

- Alustavat analyysit ja selvitykset
 - Yhteydenotot neuvonantajiin
 - Alustavat yhteydenotot
 - Ensimmäinen tapaaminen toisen sopijapuolen kanssa
 - Alustavat keskustelut toisen sopijapuolen kanssa
 - Osapuolten myönteinen suhtautuminen jatkokeskusteluihin
 - Salassapitosopimuksen allekirjoittaminen
 - Listayhtiön päätös tai vastaava kannanotto edetä asian valmistelussa
-
- Neuvottelut kaupan ehdoista ja rakenteesta / aiesopimus
 - Due diligence, johdon esitykset yms.
 - Kaupan lopullisia ehtoja määrittellään
 - Järjestely hyväksytään listayhtiön puolelta
 - Sopimuksen tai esisopimuksen allekirjoittaminen
 - Julkistaminen ja ilmoitus julkistamisen lykkäämisestä Finanssivalvonnalle

6.5 Sisäpiiritiedon julkistaminen

MAR 17 artiklan mukaan sisäpiiritieto on julkistettava niin pian kuin mahdollista. Sisäpiiritieto tulee julkistaa siten, että yleisöllä tulee olla nopea pääsy kyseiseen tietoon ja että tietoa voidaan arvioida perusteellisesti, asianmukaisesti ja oikea-aikaisesti. Säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan on julkistettava sisäpiiritieto keskeisille tiedotusvälineille sekä asetettava se saataville liikkeeseenlaskijan internetsivuille.

Liikkeeseenlaskijan on lisäksi toimitettava sisäpiiritieto valtiovarainministeriön nimeämään tiedotevarastoon, Finanssivalvonnalle (Fiva) sekä asianomaiselle säännellyn markkinan ylläpitäjälle. Käytännössä sisäpiiritieto julkistetaan pörssitiedotteena.

Julkistamisvelvollisuutta sovelletaan liikkeeseenlaskijoihin, jotka ovat pyytäneet rahoitusvälineidensä ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiselle markkinapaikalle tai hyväksyneet sen, että liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä käydään kauppaa näillä markkinapaikoilla. Sinänsä on mahdollista, että rahoitusvälineellä käydään kauppaa monenkeskisessä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta, mutta tällöin liikkeeseenlaskijalla ei ole velvoitetta julkistaa sisäpiiritietoa kyseisessä järjestelmässä.

Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus koskee tietoa, joka koskee suoraan kyseistä liikkeeseenlaskijaan. Julkistamisvelvollisuus ei koske niin sanottua välillistä tietoa. Välittömiä tietoja ovat muun muassa liikkeeseenlaskijan tulokseen ja taloudelliseen asemaan vaikuttavat seikat, muutokset hallituksessa ja ylimmässä johdossa ja tilintarkastajan vaihtuminen sekä osakepääoman ja osakkeiden määrän muutokset. Välillistä tietoa on esimerkiksi julkisten instituutioiden julkistamat tilastot, luottolaitosyhtiöiden raportit ja keskuspankkien korkoja koskevat päätökset. Välillistä tietoakin koskee kuitenkin sisäpiiritiedon käyttökielto.

6.6 Tiedon julkistamisen lykkääminen

Liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista yleisölle sille asetettujen edellytysten täytyessä. Lykkääminen on mahdollista, jos välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut. Edellytyksenä on, että lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan ja kyseisen tiedon luottamuksellisuus pystytään takaamaan. Tiedon julkistamisen lykkääminen tapahtuu liikkeeseenlaskijan omalla vastuulla.

6.6.1 Liikkeeseenlaskijan edun vaarantuminen

ESMA:n ohjeessa² annetaan ohjeellinen esimerkkiluettelo tilanteista, jotka todennäköisesti vaarantaisivat liikkeeseenlaskijan edut. Lista ei ole kattava, joten hyväksyttävä syy voi olla muukin kuin ohjeessa nimenomaisesti mainittu esimerkki. Ensinnäkin käynnissä olevat neuvottelut tai niihin liittyvät seikat voivat olla yksi lykkäysperuste silloin, kun tietojen julkistaminen todennäköisesti vaikuttaisi neuvottelujen tulokseen tai niiden normaaliin kulkuun. Toiseksi liikkeeseenlaskija voi lykätä sisäpiiritiedon julkistamista silloin, kun sen taloudelliseen elinkelpoisuuteen kohdistuu vakava ja välitön uhka. Näin on esimerkiksi, jos sisäpiiritiedon julkistaminen vaarantaisi sellaisten neuvottelun loppuunsaattamisen, jolla pyritään varmistamaan liikkeeseenlaskijan taloudellisen aseman vahvistaminen. Kolmanneksi sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen voi olla mahdollista tilanteessa, jossa päätöksen tai sopimuksen voimaantulo edellyttää kansallisen lainsäädännön tai liikkeeseenlaskijan yhtiöjärjestyksen mukaisesti liikkeeseenlaskijan muun toimielimen hyväksyntää. Neljänneksi lykkääminen voi olla mahdollista tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskija on kehittänyt tuotteen tai keksinnön, ja tiedon julkistaminen vaarantaisi liikkeeseenlaskijan immateriaalioikeudet. Viidenneksi lykkääminen voi olla mahdollista myös tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskija suunnittelee ostavansa tai myyvänsä merkittävän osuuden toisesta yrityksestä ja tiedon julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi suunnitelman toteutumisen. Kuudenneksi liikkeeseenlaskija voi olla oikeutettu lykkäämään tiedon julkistamista myös sellaisissa tapauksissa, joissa liiketoimi vaatii viranomaishyväksynnän ja viranomainen voi asettaa lisävaatimuksia, esimerkiksi tietyn liiketoiminnan myymisen tietyllä maantieteellisellä alueella.

6.6.2 Yleisön aseman vaarantuminen

Lykkääminen on mahdollista vain, jos se ei johda yleisöä harhaan. ESMA:n ohjeessa tuodaan esille esimerkkejä, joissa yleisö saattaisi harhautua. Esimerkkiluettelo ei kuitenkaan ole tyhjentävä vaan myös muissa tilanteissa sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen voi olla harhaanjohtavaa. Ensinnäkin sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ei ole mahdollista, jos tieto poikkeaa olennaisesti siitä, mitä liikkeeseenlaskija on aiemmin julkistanut asiasta. Toiseksi sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ei ole mahdollista, jos tieto koskee sitä, että liikkeeseenlaskija ei todennäköisesti saavuta aiemmin julkistamiaan taloudellisia tavoitteita. Kolmanneksi sisäpiiritiedon julkistamisen lykkääminen ei ole mahdollista tilanteessa, jossa sisäpiiritieto on ristiriidassa suhteessa markkinaodotuksiin, jotka perustuvat liikkeeseenlaskijan aikaisemmin markkinoille antamiin signaaleihin, kuten haastatteluihin, sijoittajatapaamisiin tai mihin tahansa muun tyyppiseen liikkeeseenlaskijan omaan tai sen luvalla järjestettyyn viestintään. Markkinoiden odotuksia arvioidaan suhteessa siihen, millaisia signaaleja liikkeeseenlaskija on itse aikaisemmin antanut.

² ESMA70-159-4966,

6.6.3 Tiedon säilyminen luottamuksellisena

Tiedon lykkääminen on mahdollista vain, jos liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan kyseisen tiedon luottamuksellisena säilymisen. Käytännössä tiedon luottamuksellisena säilyminen edellyttää, että liikkeeseenlaskijalla on sisäiset prosessit ja järjestelyt sen varmistamiseksi, että sisäpiiritietoa eivät saa käyttöönsä muut kuin niitä tehtävien hoitamiseen tarvitsevat henkilöt. Sisäpiiritietoa hallussaan pitävä henkilöpiiri tulisi pitää pienenä. Jos sisäpiiritietoa annetaan liikkeeseenlaskijan ulkopuolisille, tulisi tällaisilta vaatia asianmukainen salassapitosopimus, koska ilman salassapitosopimusta liikkeeseenlaskijan on julkistettava sisäpiiritieto markkinoille. Liikkeeseenlaskijalla tulee olla myös valmius julkistaa tieto välittömästi tilanteissa, joissa se ei ole pystynyt varmistamaan sisäpiiritiedon säilymistä luottamuksellisena.

Lähtökohtaisesti markkinoilla liikkuvia huhuja ei tarvitse kommentoida tai julkistaa niihin liittyvää tietoa. Jos huhu kuitenkin liittyy selvästi sisäpiiritietoon, jonka julkistamista on lykätty, ja huhu on riittävän täsmällinen osoittamaan, että kyseisen tiedon luottamuksellisuutta ei enää pystytä takaamaan, liikkeeseenlaskijan on julkistettava se mahdollisimman pian. Tiedon ei tarvitse olla vuotanut liikkeeseenlaskijalta, vaan jos huhu on riittävän täsmällinen, se laukaisee julkistamisvelvollisuuden. Pörssiyhtiöiden viestintä- ja tiedonantopolitiikoissa usein linjataan huhuihin reagoimista.

Tiedon julkistamisvelvollisuuden täyttämistä voidaan ylläpitää laatimalla tiedonantopolitiikka ja hankekohtainen tiedottamissuunnitelma. Liikkeeseenlaskijan tulisi varmistaa, että kaikki tietojen käyttöön oikeutetut henkilöt tuntevat ja ymmärtävät sisäpiiritiedon hallintaan liittyvät velvollisuutensa sekä ovat tietoisia sisäpiiritiedon käytön tai ilmaisemisen seuraamuksista. Käytännössä velvollisuuksien täyttämiseksi sisäpiirirekisterin ylläpidolla on keskeinen merkitys. Liikkeeseenlaskijan on perustettava sisäpiiriluetelo kaikista henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon ja jotka työskentelevät sille työsopimuksen perusteella tai jotka muuten suorittavat tehtäviä, joiden kautta heillä on pääsy sisäpiiritietoon, esimerkiksi neuvonantajilla, kirjanpitäjillä tai luottoluokituslaitoksilla.

6.7 Tulosvaroituksen antaminen

Tulosvaroituksella tarkoitetaan liikkeeseenlaskijan ilmoitusta siitä, että sen tulos tai taloudellinen asema poikkeaa aiemmin odotetusta joko positiivisesti tai negatiivisesti. Tulosvaroituksesta ei ole nimenomaista sääntelyä, mutta sen katsotaan asiallisesti sisältyvän yhtiön jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Jos liikkeeseenlaskijan tulos tai taloudellinen asema poikkeaa oleellisesti aiemmasta ilmoituksesta, kyse on MAR:n mukaisesta sisäpiiritiedosta, jota koskee sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus. Tulosvaroitusta julkistetaan pörssitiedotteena. Pörssitiedotetta ei tarvitse kuitenkaan nimetä tulosvaroitukseksi. Koska

tulosvaroituksessa on kyse sisäpiiritiedosta, tulosvaroitukseen sovelletaan sisäpiiritiedon julkistamiseen liittyvä säännöksiä.

Tulosvaroitusta on annettava tilanteessa, jossa liikkeeseenlaskija ei saavuta taloudellisia tavoitteitaan eli liikkeeseenlaskijan taloudellinen tulos tai asema poikkeaa siitä, mitä se on aiemmin julkistanut asiasta. Pörssin sääntöjen mukaan tuloksen tai taloudellisen aseman muutoksen merkitystä sisäpiiritiedon kannalta arvioidaan suhteessa viimeiseen tiedossa olevaan taloudelliseen tulokseen, viimeksi julkistettuun ennusteeseen tai tulevaisuutta koskevaan lausumaan. Arvioinnissa liikkeeseenlaskijan tulee ottaa huomioon tulosnäkökymät ja yleisesti tiedossa olevat taloudellisen tilanteen muutokset katsauskauden loppuosan aikana. Tällaisia seikkoja voivat olla muun ohella toimintaympäristön muutokset ja toimialaan liittyvät kausivaihtelut. Lisäksi huomiota voidaan kiinnittää myös liikkeeseenlaskijan julkistamiin tietoihin ulkoisten tekijöiden vaikutuksesta liikkeeseenlaskijaan, kuten hyödykkeiden hintoja tai erityistä markkinakehitystä koskevaan herkkyysoanalyysiin.

Tulosvaroitusta on annettava myös tilanteessa, jossa tuloskehitys on ristiriidassa markkinaodotusten kanssa, jotka perustuvat liikkeeseenlaskijan aikaisemmin markkinoille antamiin signaaleihin, kuten haastatteluihin, sijoittajatapaamisiin tai mihin tahansa muun tyyppiseen liikkeeseenlaskijan omaan tai sen luvalla järjestettyyn viestintään. Liikkeeseenlaskijan tuloskehitykseen liittyvien markkinaodotusten, esimerkiksi analyytikoiden arvioiden, mahdollinen poikkeaminen liikkeeseenlaskijan omasta arviosta ei itsessään luo liikkeeseenlaskijalle velvollisuutta julkistaa tulosvaroitusta. Markkinoiden odotuksia arvioidaan suhteessa siihen, millaisia signaaleja liikkeeseenlaskija on itse aikaisemmin antanut.

Käytännössä tulosvaroituksen julkistaminen konkretisoituu usein tilanteessa, jossa yhtiön sisäiset tulosodotukset poikkeavat sen aiemmin markkinoille julkistamista tiedoista. Koska tulosvaroitusta on sisäpiiritietoa, tulosvaroitusta on julkistettava ilman aiheutonta viivytystä sen jälkeen, kun sen antamisen edellytykset ovat käyneet ilmeisiksi ja liikkeeseenlaskijan toimitusjohtaja tai hallitus on saanut asiasta tiedon.

Liikkeeseenlaskijalla ei ole sinänsä velvollisuutta julkistaa arvioita tulevaisuuden näkymistä osana tiedonantovelvollisuutta. Listayhtiön on kirjanpitolain nojalla esitettävä toimintakertomuksessa arvio todennäköisestä tulevasta kehityksestä, jota voidaan arvioida rahamääräisinä tulosennusteina tai yleisluonteisesti sanallisina arvioina. Lisäksi EU:n esiteasetus (2017/1129) edellyttää tulevaisuudennäkymien kuvaamista listalleotto- ja tarjousesitteessä. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin halutessaan esittää tulevaisuudennäkymiä puolivuotiskatsauksissa ja mahdollisissa osavuotiskatsauksissa.

Liikkeeseenlaskija arvioi itse, missä laajuudessa ja miltä osin se esittää tulevaisuudennäkymiä. Tulevaisuudennäkymien sisällölle ei ole vaatimuksia. Pörssin sääntöjen mukaan, jos liikkeeseenlaskija julkistaa tulevaisuuttaan koskevia ennusteita, ennusteen yhteydessä on esitettävä ennusteen lähtökohtana olevat taustaoletukset tai -edellytykset. Ennuste on esitettävä mahdollisimman yksiselitteisellä ja johdonmukaisella tavalla. Oikea-aikaisen tulosvaroituksen antamisen kannalta liikkeeseenlaskijan tiedonantopolitiikalla on keskeinen merkitys.

6.8 Liputusvelvollisuus

Liputusvelvollisuuden eli huomattavien omistus- ja ääniosuuksien ilmoitusvelvollisuuden tavoitteena on kohdeyhtiön omistus- ja äänivaltarakenteen läpinäkyvyys. Liputusvelvollisuus koskee listayhtiön osakkeenomistajaa, osakkeenomistajaan rinnastettavaa henkilöä ja listayhtiötä itseään. Liputusvelvollisuus koskee omistus- ja ääniosuuksia suomalaisessa yhtiössä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla ETA-valtiossa. Liputusvelvollisuus alkaa, kun osake otetaan kaupankäynnin kohteeksi. Liputusvelvollisuus perustuu pääosin avoimuusdirektiiviin.

Liputusvelvollisuus voi syntyä omistus- ja ääniosuuden perusteella ja rahoitusvälineitä koskevan ilmoitusvelvollisuuden sekä näiden yhteenlasketun osuuden perusteella. Osakkeenomistajan on ilmoitettava omistus- ja ääniosuutensa kohdeyhtiölle ja Finanssivalvonnalle (liputusilmoitus), kun osuus saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 tai 90 prosentin taikka kahden kolmasosan kohdeyhtiön äänimäärästä tai osakkeiden kokonaismäärästä (liputusraja). Ääniosuutta laskettaessa otetaan huomioon myös tilanteet, jossa osakkeenomistaja voi käyttää toisen henkilön omistamiin liittyviä äänioikeuksia esimerkiksi sopimuksen tai muu järjestelyn kautta. Liputusilmoitus on tehtävä myös, kun osakkeenomistajalla on oikeus rahoitusvälineen perusteella saada kohdeyhtiön osakkeita määrä, joka saavuttaa tai ylittää taikka vähenee alle liputusrajan.

Liputusvelvollisuus voi syntyä myös ilman osakkeenomistajan nimenomaisia toimia, esimerkiksi omistuksen laimentuessa osakeannin seurauksena tai omistusosuuden kasvaessa kohdeyhtiön omien osakkeiden mitätöinnin seurauksena. Listayhtiöllä itsellään on velvollisuus liputtaa sen omien osakkeiden hankinnan, luovutuksen tai mitätöinnin johdosta tapahtuva liputusrajojen rikkoutuminen.

Osakkeenomistajaan rinnastetaan muun muassa henkilö, joka ei itse omista yhtiön osakkeita, vaan osakkeenomistajana on hänen määräysvaltaansa kuuluva yhteisö. Osakkeenomistajaan rinnastetaan myös muu henkilö, joka ei itse ole osakkeenomistaja, mutta joka voi käyttää osakkeisiin liittyviä varallisuus- tai hallinnointioikeuksia, tai jolla on liputusvelvollisuuden synnyttäviä rahoitusvälineitä.

Liputusvelvollisuus koskee omistus- ja ääniosuuksia yhtiössä, jonka osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Jos yhtiön osake on kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, liputusvelvollisuus koskee myös listaamattomia osakesarjoja. Liputusvelvollisuus ei koske omistus- ja ääniosuuksia yhtiöissä, joiden osakkeet ovat kaupankäynnin kohteena pelkästään monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, esimerkiksi First North -listalla. Vireillä on kuitenkin kansallinen lain muutos, jonka perusteella liputusvelvollisuus laajenisi säännellyn markkinan ohella myös monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään.

Liputusilmoitus on tehtävä ilman aiheetonta viivytystä, kuitenkin viimeistään seuraavana kaupankäyntipäivänä sen jälkeen, kun osakkeenomistaja sai tietää tai hänen olisi pitänyt tietää liputusrajan rikkovasta transaktiosta. Osakkeenomistajan ei tarvitse tehdä liputusilmoitusta, jos liputusilmoituksen tekee taho, jonka määräysvallassa osakkeenomistaja

on. Kun kohdeyhtiö saa liputusilmoituksen, sen on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava liputusilmoituksessa olevat tiedot.

6.9 Muu jatkuva tiedonantovelvollisuus

Osana jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta liikkeeseenlaskijan on julkistettava myös muita tietoja. Tällaisia ovat osakeyhtiölain mukaiset lähipiiritoimet, yhtiön omilla osakkeilla tehdyt kaupat, mahdollinen yhtiökokouksessa käytettävä valtakirjamalli ja tiedot mahdollisen joukkovelkakirjahaltijoiden kokouksesta. Liikkeeseenlaskijan on julkistettava myös kutsu yhtiökokoukseen.

Osakkeen liikkeeseenlaskijan on pidettävä voimassa oleva osakeyhtiölain (624/2006) 5:3a §:ssä tarkoitettu palkitsemispolitiikkansa yleisön saatavilla internetsivuillaan. Palkitsemispolitiikassa on esitettävä periaatteet hallituksen ja mahdollisen hallintoneuvoston jäsenten sekä toimitusjohtajan ja mahdollisen toimitusjohtajan sijaisen palkitsemiselle ja toimisopimusten keskeisille ehdoille. Jos liikkeeseenlaskijan yhtiökokous on äänestänyt palkitsemispolitiikasta, on samassa yhteydessä esitettävä myös tieto äänestyksen päivämäärästä ja tuloksesta.

Liikkeeseenlaskijan on myös julkistettava osakekannan tuottama äänimäärä ja osakkeiden kokonaisuusmäärä kunkin sellaisen kalenterikuukauden lopussa, jonka aikana kyseinen määrä on muuttunut, jollei määrää ole julkistettu jo kalenterikuukauden aikana. Liikkeeseenlaskijan on viipymättä julkistettava liikkeeseen laskemiinsa arvopapereihin liittyviä oikeuksia koskevat muutokset. Lisäksi liikkeeseenlaskijan on viipymättä julkistettava tieto siitä, että se on jättänyt hakemuksen arvopaperinsa ottamiseksi kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle.

7 Julkinen ostotarjous

Julkisella ostotarjouksella tarkoitetaan kohdeyhtiön osakkeenomistajille julkisesti tehtyä tarjousta hankkia vastiketta vastaan joko kaikki tai jokin osa yhtiön osakkeista tai niihin oikeuttavista arvopapereista. Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn tavoitteena on edistää sijoittajansuojaa vapaaehtoisissa julkisissa ostotarjouksissa sekä pakollisissa ostotarjouksissa. Toisaalta sääntely eivät saisi liiaksi vaikeuttaa julkisten ostotarjousten tekemistä ja toteuttamista, koska se estää varojen allokoitumista tehokkaampaa käyttöön.

Tyypillisesti julkisen ostotarjouksen tarkoituksena on kohdeyhtiön poistaminen pörssilistalta. Julkisia ostotarjouksia tarjousten tekevien intressit voivat olla erilaisia. Ostotarjouksen tehnyt yhtiö saattaa tavoitella synergiaetuja esimerkiksi markkinaosuuden kasvattamisessa tai kustannussäästöinä. Ostotarjouksessa saatetaan tavoitella myös kohdeyhtiön arvon kasvattamista ja siten voiton tuottamista uusille osakkeenomistajille. Ostamalla yritys pois pörssistä ostajataholla pyrkii kehittämiseen kohdeyhtiön toimintaa tehokkaammin ja tekemään tarvittavia rakennejärjestelyjä.

Pakollisella ostotarjouksella pyritään estämään omistuksen keskittymisestä aiheutuvia haittoja. Osakkeenomistajan, jonka ääniosuus kasvaa yli 30 prosentin tai yli 50 prosentin kohdeyhtiön osakkeiden äänimäärästä sen jälkeen, kun kohdeyhtiön osake on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, on tehtävä julkinen ostotarjous kaikista muista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista. Osakkeen ääniosuuteen luotetaan osakkeenomistajan itsensä omistamat osakkeet tai osakkeenomistajan kanssa yksissä tuumin toimivien henkilöiden omistamat osakkeet sekä osakkeet, joihin liittyy äänivaltaa osakkeenomistaja on sopimuksen tai muun järjestelyn perusteella oikeutettu käyttämään tai ohjaamaan. Yksissä tuumin toimivilla henkilöillä tarkoitetaan luonnollisia henkilöitä ja oikeushenkilöitä, jotka sopimuksen perusteella tai muutoin toimivat yhteistyössä osakkeenomistajan, ostotarjouksen tekijän tai kohdeyhtiön kanssa tarkoituksenaan käyttää tai hankkia merkittävää vaikutusvaltaa kohdeyhtiössä tai estää julkisen ostotarjouksen toteutuminen.

Velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous ei kuitenkaan koske tilannetta, jossa kohdeyhtiössä on jo yksi osakkeenomistaja, jonka ääniosuus on suurempi kuin tarjousvelvollisuusraja ennen kuin tämän ääniosuus ylittää ensiksi mainitun osakkeenomistajan ääniosuuden. Velvollisuutta ei ole myöskään tilanteessa, jossa tarjousvelvollisuusrajan ylittyminen johtuu yksinomaan kohdeyhtiön tai toisen osakkeenomistajan toimenpiteestä. Velvollisuus tehdä pakollinen ostotarjous syntyy vasta kun tarjousvelvollisuusrajan ylittänyt osakkeenomistaja hankkii tai merkitsee lisää kohdeyhtiön osakkeita tai muutoin kasvattaa ääniosuuttaan kohdeyhtiössä.

Julkiin ostotarjouksiin sovelletaan AML 1 luvun yleisiä periaatteita. AML 11 luvussa on säännökset niistä menettelyistä, joita julkisessa ostotarjouksessa noudatetaan. Julkisia ostotarjouksia koskevan sääntelyn taustalla oleva ostotarjousdirektiivi 2004/25/EY soveltuu vain säännellyllä markkinalla tehtäviin julkisiin ostotarjouksiin. Julkisia ostotarjouksia koskeva kansallinen sääntely koskee vain rajoitetusti monenkeskistä markkinapaikkaa. Pörssi-yhtiön tulee kuulua itsesääntelyä edistävään toimielimeen, käytännössä

Arvopaperimarkkinayhdistykseen. Arvopaperimarkkinayhdistys ylläpitää ostotarjouskoodia. Ostotarjouskoodin tarkoituksena on edistää hyvän arvopaperimarkkinatavan kehittymistä ja ohjata julkisissa ostotarjouksissa ja sulautumisissa noudatettavia menettelytapoja. Ostotarjouskoodi on laajennettu kattamaan myös monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tehtävä julkiset ostotarjoukset, mutta koodin noudattaminen perustuu vapaaehtoisuuteen. Vireillä on kansallinen lain muutos, jonka perusteella ostotarjouksia koskeva sääntely laajenisi säännellyn markkinan ohella myös monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään.

7.1 Yleiset periaatteet

7.1.1 Tasapuolinen kohtelu

Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa asettaa kohdeyhtiön arvopaperien haltijoita eriarvoiseen asemaan. Tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää, että ostotarjous tehdään kaikille kohdeyhtiön arvopaperien haltijoille, jotka omistavat ostotarjouksen tarkoittamaa arvopaperilajia. Tarjous voi kuitenkin koskea vain tiettyä arvopaperilajia. Samaan lajiin kuuluvasta arvopaperista ei saa tehdä tietylle omistajalle tarjousta ehdoin, jotka eroavat siitä, mitä tarjotaan muille omistajille. Sen sijaan eri osakelajeista tehdyn ostotarjouksen ehdot voidaan määrittää osakelajikohtaisesti. Niin ikään vapaaehtoinen tarjous saadaan kohdistaa vain tiettyyn arvopaperilajiin. Tasapuolinen kohtelu ei vaadi tarjouksen ulottamista kaikkiin niihin oman pääoman ehtoihin arvopaperilajeihin, joita on tarjottu yleisölle.

Tasapuolisen kohtelun vaatimus edellyttää Finanssivalvonnan tulkinnan³ mukaan myös sitä, että ostotarjouksen ehdot ovat yhteneväiset. Rajoitettu tai ehdollinen tarjous ei vielä sinänsä saata arvopaperin haltijoita eriarvoiseen asemaan. Tarjous voi siten koskea esimerkiksi vain tiettyä osaa arvopaperin haltijoiden arvopapereista, jos rajoitus on sama kaikille arvopaperin haltijoille. Jos esimerkiksi osittaisessa ostotarjouksessa hyväksynnät kattavat suuremman määrän arvopapereita kuin ostotarjouksen tekijä on tarjoutunut ostamaan, hyväksynnät on toteutettava lähtökohtaisesti niin, että kaikilta tarjouksen hyväksyneiltä arvopaperien haltijoilta hankitaan suhteellisesti sama määrä arvopapereita.

Toisaalta tasapuolisuus edellyttää kuitenkin, että tarjousten eri arvopaperilajeista tulee olla keskenään tai suhteessa toisiinsa järkevässä ja oikeudenmukaisessa suhteessa. Tasapuolisen kohtelun toteutumista arvioitaessa otetaan Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan huomioon myös ostotarjouksen tekijän ja tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden väliset ostotarjouksen ulkopuolella tehdyt sopimukset ja järjestelyt, jos niillä on yhteys ostotarjoukseen. Ostotarjouksen tekijä ei voi esimerkiksi ostotarjousta edeltävissä osakekaupoissa sopia erityisistä näille osakkeenomistajille myönnettävistä etuuksista, jos

³ Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 9/2013.

tällaiset etuudet johtavat siihen, että nämä osakkeenomistajat saavat tosiasiallisesti paremman vastikkeen kuin ostotarjouksessa tarjotaan.

7.1.2 Velvollisuus edistää ostotarjouksen toteutumista

Julkisen ostotarjouksen tekijä ei saa omilla toimenpiteillään estää tai olennaisesti vaikeuttaa julkisen ostotarjouksen ja sen toteuttamiselle asetettujen ehtojen toteutumista. Julkisessa ostotarjouksessa ostotarjouksen tekijä sitoutuu hankkimaan kohdeyhtiön arvopapereita tarjouksen ehtojen mukaisesti. Ostotarjouksen tekijä voi asettaa tarjouksen ehdoksi esimerkiksi tietyn omistusosuuden saavuttamisen kohdeyhtiössä. Tarjousta ei lähtökohtaisesti tarvitse toteuttaa, ellei jokin sen toteuttamiselle asetettu ehto täyty ja kyseisen ehdon täyttymättä jäämisellä on huomattava merkitys ostotarjouksen tekijälle suunnitellun yritystoston kannalta. Tarjouksen toteutumatta jääminen ei kuitenkaan saa johtua ostotarjouksen tekijän omasta toiminnasta. Tarjouksen toteuttamiselle asetettavat ehdot eivät saa olla sellaisia, että tarjouksen toteuttaminen on tosiasiaassa ostotarjouksen tekijän vapaassa harkinnassa.

Ostotarjouksen tekijä ei voi esimerkiksi vedota ostotarjouksen toteuttamiselle asetettuun yritystarkastusta (due dili gence -tarkastus) koskevaan ehtoon, jos seikka, johon ostotarjouksen tekijä vetoaa, on ollut riittävän yksityiskohtaisesti tämän tiedossa jo ostotarjousta julkistettaessa. Sen sijaan esimerkiksi kilpailuviranomaisen päätöksessä asetetut yrityskauppavalvontaan liittyvät ehdot tai ulkopuolisten tahojen rahoitusneuvotteluissa asettamat ehdot voivat olla ostotarjouksen tekijän vaikeasti hyväksyttävissä ja tehdä tarjouksen voimassaolon jatkamisen tai tarjouksen toteuttamisen ostotarjouksen tekijän kannalta epätarkoituksenmukaiseksi.

Ostotarjouksen tekijä tai tämän kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö ei ostotarjouksen julkistamisen jälkeen ja ennen ostotarjouksen tuloksen julkistamista saa ilman erityistä syytä luovuttaa kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia osakkeita tai niihin oikeuttavia kohdeyhtiön liikkeeseen laskemia arvopapereita. Osakkeiden tai muiden arvopaperien luovuttamiselle voi olla yllä todetusta huolimatta erityinen syy, kuten luovutus ostotarjouksen tekijän kanssa yksissä tuumin toimivalle henkilölle, ostotarjouksen peruminen, kilpaileva ostotarjous taikka kilpailuviranomaisen päätöksessä asetetut ehdot. Jos arvopapereita luovutetaan, ostotarjouksen tekijän on julkistettava tieto suunnitellusta luovutuksesta hyvissä ajoin ja vähintään viisi pankkipäivää ennen arvopaperien luovutusta.

7.2 Tarjousprosessi

Päätös julkisesta ostotarjouksesta on julkistettava välittömästi sekä annettava tiedoksi kohdeyhtiölle. Julkistamisen jälkeen päätös on annettava viipymättä tiedoksi kohdeyhtiön ja tarjouksen tehneen yrityksen henkilöstön edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle. Julkistamisessa on mainittava tarjouksen tarkoittama arvopaperimäärä, tarjouksen voimassaoloaika ja tarjottu vastike sekä muut tarjouksen toteuttamiselle asetetut olennaiset

ehdot. Julkistamisesta on myös käytävä ilmi, miten menetellään, jos hyväksyvät vastaukset kattavat tarjouksen tarkoittamaa määrää suuremman määrän arvopapereita.

Ennen julkistamista ostotarjouksen tekijän tulee varmistautua siitä, että se voi suorittaa täysimääräisesti mahdollisesti tarjottavan rahavastikkeen ja toteuttaa kaikki kohtuudella vaadittavat toimenpiteet varmistaakseen muuntyyppisen vastikkeen suorittamisen.

Jos suunniteltu ostotarjous on omiaan aiheuttamaan häiriöitä kohdeyhtiön tai muiden tarjouksen vaikutuspiirissä olevien arvopaperien markkinoiden tavanomaiselle toiminnalle tai vaikeuttamaan liiketoiminnan harjoittamista kohdeyhtiössä kohtuuttoman kauan, kohdeyhtiö voi hakea Finanssivalvonnalta määräaika, johon mennessä henkilön tulee joko julkistaa ostotarjous tai ilmoittaa, ettei tule tekemään julkista ostotarjousta. Jos ostotarjousta ei julkisteta määräaikaan mennessä tai määräajan kohteena oleva henkilö julkisesti ilmoittaa, ettei tule tekemään julkista ostotarjousta, määräajan kohteena oleva henkilö tai tämän kanssa yksissä tuumin toimiva henkilö ei saa tehdä julkista ostotarjousta määräajan päättymistä tai julkista ilmoitusta seuraavan kuuden kuukauden kuluessa.

7.2.1 Tarjousasiakirja

Ennen ostotarjouksen voimaantuloa ostotarjouksen tekijän on julkistettava ja pidettävä tarjouksen voimassaoloajan yleisön saatavilla tarjousasiakirja, joka sisältää olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi, sekä toimitettava se kohdeyhtiölle ja asianomaiselle kaupankäynnin järjestäjälle säännellyllä markkinalla. Tarjousasiakirjan saa julkistaa, kun Finanssivalvonta on hyväksynyt sen. Tarjousasiakirjan julkistamisen jälkeen kohdeyhtiön on annettava se tiedoksi henkilöstönsä edustajalle tai, jollei tällaista ole, henkilöstölle.

Tarjousasiakirjassa oleva virhe tai puute taikka olennainen uusi tieto, joka käy ilmi ennen tarjouksen voimassaoloajan päättymistä ja jolla saattaa olla olennaista merkitystä sijoittajalle, on viivytyksettä saatettava yleisön tietoon julkistamalla oikaisu tai täydennys samalla tavalla kuin tarjousasiakirja. Finanssivalvonta voi tarjousasiakirjan täydennyksen hyväksymisen yhteydessä edellyttää tarjousaikaan jatkettavaksi enintään kymmenellä pankkipäivällä, jotta tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijat voivat harkita tarjousta uudelleen.

7.2.2 Tarjouksen voimassaoloaika

Ostotarjouksen voimassaoloajan on oltava vähintään kolme ja enintään kymmenen viikkoa. Oikeustoimia, joilla siirretään ostotarjouksessa myytäväksi tarjottujen arvopaperien omistusta tai äänioikeus ostotarjouksen tekijälle ostotarjouksen ehtojen mukaisesti (ostotarjouksen toteutuskauppa), ei saa tehdä ennen kuin ostotarjous on ollut voimassa vähintään kolme viikkoa.

Ostotarjous voi erityisestä syystä olla voimassa yli kymmenen viikkoa edellyttäen, että kohdeyhtiön liiketoiminta ei vaikeudu kohtuuttoman kauan. Tieto ostotarjouksen voimassaoloajan päättymisestä tulee julkistaa vähintään kaksi viikkoa ennen voimassaoloajan päättymistä.

Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta ja tarvittaessa ostotarjouksen tekijää kuulematta päättää ostotarjouksen voimassaoloajan ja ostotarjouksen toteutuskauppojen tekemiselle asetetun rajoituksen pidentämisestä, jotta kohdeyhtiö voi kutsua koolle yhtiökokouksen tarkastelemaan tarjousta. Ostotarjouksen tekijällä on pidentämisen johdosta oikeus luopua tarjouksesta viiden pankkipäivän kuluessa Finanssivalvonnan päätöksen tiedoksisaannista.

7.2.3 Kohdeyhtiön lausunto ostotarjouksesta

Kohdeyhtiön hallituksen on julkistettava lausuntonsa tarjouksesta. Lausunto tulee julkistaa mahdollisimman pian sen jälkeen, kun tarjousasiakirja tai sen luonnos on toimitettu kohdeyhtiölle, kuitenkin viimeistään viisi pankkipäivää ennen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä. Lausunto on liitettävä tarjousasiakirjaan.

Lausunnossa on esitettävä perusteltu arvio tarjouksesta kohdeyhtiön ja tarjouksen kohteena olevien arvopaperien haltijoiden kannalta. Lausunnossa on myös esitettävä perusteltu arvio ostotarjouksen tekijän tarjousasiakirjassa esittämistä strategisista suunnitelmista ja niiden todennäköisistä vaikutuksista kohdeyhtiön toimintaan ja työllisyyteen kohdeyhtiössä. Kohdeyhtiön on annettava lausunto julkistamisen yhteydessä tiedoksi henkilöstönsä edustajille tai, jollei edustajia ole, henkilöstölle. Jos ennen lausunnon julkistamista kohdeyhtiö saa henkilöstön edustajilta erillisen lausunnon tarjouksen vaikutuksista työllisyyteen, tämä lausunto tulee liittää hallituksen lausuntoon.

Jos kohdeyhtiön puolustautuu ostotarjousta vastaan, siitä päätetään lähtökohtaisesti kohdeyhtiön yhtiökokouksessa. Kohdeyhtiön yhtiökokous päättää mahdollisesta suunnatusta annista sekä muista toimista ja järjestelyistä, jotka estävät tai saattavat estää tai olennaisesti vaikeuttaa kohdeyhtiön hallituksen tietoon tulleen julkistetun ostotarjouksen tai sen olennaisten ehtojen toteutumista. Yhtiökokous voidaan kuitenkin jättää kutsumatta koolle, jos siihen on painava erityinen syy eikä yhtiökokouksen koolle kutsumatta jättäminen ole vastoin osakeyhtiölain 1 luvun eikä ostotarjousdirektiivin 3 artiklan yleisiä periaatteita. Jollei kohdeyhtiön yhtiökokousta kutsuta koolle, tulisi kohdeyhtiön hallituksen perustella ja julkistaa painava erityinen syy siihen. Tällainen syy voi olla esimerkiksi se, että ostotarjous ei hallituksen perustellun käsityksen mukaan ole osakkeenomistajien etujen mukainen, tarjottu vastike on vallitsevaa pörssikurssia alempi tai että ostotarjous on ilmeisen vihamielinen ja tarkoitettu haittaamaan kohdeyhtiön liiketoimintaa tai jos ostotarjoukselle on asetettu sellaisia ehtoja, ettei yhtiökokouksen käsittely ole tarkoituksenmukaista.

7.2.4 Kilpaileva ostotarjous

Jos tarjousaikana julkisen ostotarjouksen kohteena olevista arvopapereista julkistetaan toinen ostotarjous (*kilpaileva tarjous*), saa ensimmäisen ostotarjouksen tekijä pidentää tarjoustaan kilpailevan tarjouksen mukaiseksi säädetystä enimmäisajasta huolimatta. Samalla ensimmäisen ostotarjouksen tekijä voi myös muuttaa tarjouksensa ehtoja. Päätös tarjousajan pidentämisestä ja ehtojen muuttamisesta tulee julkistaa.

Kohdeyhtiön hallituksen on täydennettävä lausuntoaan ostotarjouksesta mahdollisimman pian sen jälkeen, kun kilpaileva tarjous on julkistettu, kuitenkin viimeistään viisi pankkipäivää ennen ensimmäisen tarjouksen voimassaoloajan aikaisinta mahdollista päättymistä. Jos kilpaileva tarjous on tehty, voi ensimmäisen vapaaehtoisen ostotarjouksen tekijä päättää tarjouksensa raukeamisesta tarjousaikana ennen kilpailevan tarjouksen voimassaolon päättymistä. Päätös raukeamisesta tulee julkistaa.

Finanssivalvonta voi kohdeyhtiön hakemuksesta asettaa kilpailevien ostotarjousten tekijöille määräajan, jonka jälkeen ostotarjouksen ehtoja ei saa enää muuttaa. Määräaika voidaan asettaa aikaisintaan kymmenen viikon kuluttua ensimmäisen ostotarjouksen julkistamisesta, jos kilpailevat ostotarjoukset ovat omiaan vaikeuttamaan liiketoiminnan harjoittamista kohdeyhtiössä kohtuuttoman kauan.

7.2.5 Ostotarjouksen tulos

Tarjousajan päätyttyä ostotarjouksen tekijän on viipymättä julkistettava se omistus- ja ääniosuus kohdeyhtiössä, joka hänen on mahdollista saavuttaa hankkimalla tarjouksen perusteella myytäväksi ilmoitetut arvopaperit ottaen huomioon hänen muutoin hankkimansa ja aiemmin omistamansa arvopaperit. Jos ostotarjous on ollut ehdollinen, samalla on ilmoitettava, toteuttaako ostotarjouksen tekijä tarjouksen.

7.3 Tarjousvastike

Tarjousvastikkeena pakollisessa ostotarjouksessa on maksettava käypä hinta. Rahavastikkeen vaihtoehtona voidaan tarjota arvopaperivastiketta tai arvopaperi- ja rahavastikkeen yhdistelmää. Käypää hintaa määritettäessä lähtökohtana pidetään korkeinta tarjousvelvollisen tai yksissä tuomin toimivan henkilön edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa. Jos kyseiset henkilöt eivät ole edeltävän kuuden kuukauden aikana hankkineet tarjouksen kohteena olevia arvopapereita, käyvän hinnan määrittämisen lähtökohtana pidetään tarjousvelvollisuuden syntymistä edeltävän kolmen kuukauden aikana säännellyn markkinan kaupankäynnissä tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksettujen hintojen kaupankäyntimäärillä painotettua keskiarvoa. Näistä hinnoista voidaan poiketa erityisestä syystä.

Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa ostotarjouksen tekijä voi määrittää tarjousvastikkeen hinnan vapaammin. Vapaaehtoisessa ostotarjouksessa tarjousvastike voidaan maksaa rahana, arvopapereina tai näiden yhdistelmänä. Rahavastikkeen tarjoamista ainakin vaihtoehtona edellytetään silloin, jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista. Lisäedellytyksenä on, että vastikkeena tarjottavat arvopaperit eivät ole kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla, eikä niitä myöskään ostotarjouksen yhteydessä haeta tällaisen kaupankäynnin kohteeksi tai ostotarjouksen tekijä tai yksissä tuumin toimivan henkilö on hankkinut tai hankkii rahavastiketta vastaan kohdeyhtiön arvopapereita, jotka oikeuttavat vähintään viiteen prosenttiin kohdeyhtiön äänimäärästä, ajanjaksona, joka alkaa kuusi kuukautta ennen ostotarjouksen julkistamista ja päättyy tarjouksen voimassaoloajan päättyessä.

Jos vapaaehtoinen ostotarjous tehdään kaikista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin oikeuttavista kohdeyhtiön liikkeeseen laskemista arvopapereista, tarjousvastiketta määritettäessä lähtökohtana on pidettävä korkeinta ostotarjouksen tekijän tai yksissä tuumin toimivan henkilö ostotarjouksen julkistamista edeltävän kuuden kuukauden aikana tarjouksen kohteena olevista arvopapereista maksamaa hintaa. Tästä hinnasta voidaan poiketa erityisestä syystä.

Jos julkisen ostotarjouksen tekijä tai yksissä tuumin toimivan henkilö vapaaehtoisen ostotarjouksen julkistamisen tai tarjousajan päättymisen jälkeen hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, häntä koskee korotusvelvollisuus tai hyvitysvelvollisuus. Jos kohdeyhtiön osakkeita hankitaan vapaaehtoisen ostotarjouksen julkistamisen tai tarjousvelvollisuuden syntymisen jälkeen ja ennen tarjousajan päättymistä hankkii kohdeyhtiön arvopapereita tarjousehtoja paremmin ehdoin, on ostotarjouksen tekijän korotettava tarjoustaan vastaamaan paremmin ehdoin tapahtunutta hankintaa. Vastaavasti jos kohdeyhtiön osakkeita hankitaan yhdeksän kuukauden kuluessa tarjousajan päättymisestä, tulee julkisen ostotarjouksen hyväksyneille arvopapereiden haltijoille hyvittää paremmin ehdoin tapahtuneen hankinnan ja julkisessa ostotarjouksessa tarjotun vastikkeen välinen ero.

8 Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskevalla sääntelyllä pyritään edistämään arvopaperimarkkinoiden ja markkinatoimijoiden keskinäistä luottamusta sekä varmistamaan arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta. Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttöä koskeva sääntely pitää sisällään sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden, sisäpiiritiedon väärinkäyttökiellon, johtohenkilöitä ja heidän lähipiiriänsä liiketoimia koskevan ilmoitusvelvollisuuden, sisäpiirilueteloiden laatimisvelvollisuuden sekä kiellon manipuloida markkinoita. Sisäpiiritiedon käsitettä ja julkistamisvelvollisuutta on käsitelty jo aiemmin tässä kirjoituksessa.

8.1 Sisäpiiritiedon käyttökielto

Sisäpiiritiedon määritelmä on merkityksellinen myös sisäpiiritiedon käyttökiellon arvioinnissa. Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka suoraan tai välillisesti liittyy yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen, ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintoihin. Ollakseen sisäpiiritietoa rahoitusvälineeseen liittyvän tiedon tulee siten täyttää kolme kriteeriä, joita ovat täsmällisyys, julkistamattomuus ja olennaisuus.

Sisäpiiritiedon käyttökieltokielto pitää sisällään sisäpiirikauppojenkiellon, suosittelu- ja houkuttelukiellon ja ilmaisukiellon. Sisäpiirikaupoilla tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän käyttää kyseistä tietoa hyväkseen hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai kolmannen osapuolen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy. Sisäpiirikaupoiksi katsotaan myös sisäpiiritiedon käyttäminen toimeksiannon peruuttamisessa tai muuttamisessa, jos toimeksianto annettiin ennen kuin asianomaisella henkilöllä oli hallussaan kyseinen sisäpiiritieto. Sisäpiirikauppojen kielto ei kohdistu pelkästään tavanomaisiin arvopapereihin, vaan sisäpiiritiedon käyttökielto koskee myös päästöoikeuksia ja niihin perustuvia huutokauppatuotteita.

Sisäpiiritiedon käyttökielto koskee myös toiselle henkilölle annettua suositusta tai houkuttelua rahoitusvälineiden hankintaan ja luovutukseen. Sisäpiirikauppojen tekemisen suosittelemisella toiselle henkilölle tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän suosittelee kyseisen tiedon perusteella toista henkilöä hankkimaan tai luovuttamaan rahoitusvälineitä. Vastaavasti toisen henkilön houkuttelulla tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja houkuttelee kyseistä henkilöä tekemään rahoitusvälineitä koskevan hankinnan tai luovutuksen. Hankinnan ja luovutuksen ohella suosittelu tai houkuttelu koskee tilannetta, jossa toinen henkilö peruuttaa tai muuttaa toimeksiantoa.

Sisäpiiritiedon laittomalla ilmaisemisella tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa ja hän ilmaisee kyseisen sisäpiiritiedon toiselle henkilölle, jolle tämä ilmaiseminen tapahtuu osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista.

8.2 Johtotehtävissä toimivien ja heidän lähipiirin liiketoimien ilmoittaminen

Liikkeeseenlaskijan johtohenkilöt ja heidän lähipiirinsä ovat velvollisia ilmoittamaan liikkeeseenlaskijalle tai päästöoikeuksien markkinoilla toimivalla osapuolella ja Finanssivalvonnalle kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeilla, vieraan pääoman ehtoisilla välineillä, johdannaisilla tai muilla rahoitusvälineillä tekemänsä liiketoimet (MAR 19 artikla). Ilmoitusvelvollisuus ei koske tilannetta, jossa liikkeeseenlaskija ei ole pyytänyt tai hyväksynyt rahoitusvälineidensä ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä. Ilmoittamisvelvollisuuden tavoitteena ennaltaehkäistä markkinoiden väärinkäyttöä ja sisäpiirikauppaa sekä lisätä sijoittajainformaatiota ja helpottaa valvontaa.

Ilmoitukset on tehtävä viipymättä, viimeistään kolme työpäivää liiketoimen toteuttamisen jälkeen. Ilmoitusvelvollisia ovat liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- ja valvontatehtävissä toimivat henkilöt sekä muu ylemmän tason henkilö, jolla on säännöllinen pääsy kyseistä yhteisöä suoraan tai välillisesti koskevaan sisäpiiritietoon ja jolla on valtuudet tehdä johdolle kuuluvia päätöksiä, jotka vaikuttavat kyseisen yhteisön tulevaan kehitykseen ja liiketoimintanäkymiin. Tällaisia henkilöitä ovat ainakin hallituksen jäsenet, hallintoneuvoston jäsenet, toimitusjohtaja ja johtoryhmän jäsenet.

Ilmoitusvelvollisuus koskee johtohenkilön liiketoimia liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä, kun liiketoimien arvo ylittää kalenterivuoden aikana 5 000 euron rajan. Käytännössä suurin osa johtohenkilöistä ja liikkeeseenlaskijoista ilmoittaa kaikki liiketoimensa, vaikka raja-arvoa ei olisi vielä ylitetty.

Ilmoitusvelvollisuus koskee johtotehtävissä toimivien henkilöiden lisäksi heidän lähipiiriään. Lähipiiriä koskee sama ilmoitusvelvollisuus liiketoimista kuin johtotehtävissä toimivaa henkilöä. Johtotehtävissä toimivien tulee ilmoittaa lähipiirilleen heitä koskevasta ilmoitusvelvollisuudesta kirjallisesti.

Lähipiiriin kuuluvalla tarkoitetaan

- 1) puolisoa tai kansallisen lainsäädännön mukaisesti puolisoa vastaava kumppania,
- 2) huollettavana oleva lasta
- 3) sukulaista, joka on asunut samassa taloudessa vähintään vuoden ajan kyseisen liiketoimen toteuttamisajankohtana sekä
- 4) tiettyjä oikeushenkilöitä.

Oikeushenkilöiden osalta lähipiiriin kuuluvat oikeushenkilö, trusti ja henkilöyhtiö,

- 1) jonka johtotehtäviä hoitaa liikkeeseenlaskijan johtotehtävissä toimiva henkilö tai johtohenkilön lähipiiriin kuuluva henkilö,
- 2) joka on tällaisen henkilön välittömässä tai välillisessä määräysvallassa,
- 3) joka on perustettu tällaisen henkilön hyväksi tai

4) jonka taloudelliset edut ovat suurissa määrin samat kuin tällaisen henkilön taloudelliset edut.

Johtotehtävissä toimivien henkilöiden kaupankäyntiä koskee myös niin sanottu suljettu ikkuna. Johtotehtävissä toimiva henkilö ei saa toteuttaa liiketoimia kyseisen liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineillä 30 kalenteripäivän pituisen suljetun ajanjakson aikana ennen sen osavuosikatsauksen tai vuositilinpäätöksen julkaisemista. Suljetun ikkunan aikana liiketoimet liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineellä omaan tai kolmannen lukuun suoraan tai välillisesti ovat kiellettyjä. Liikkeeseenlaskija voi komission delegoidussa asetuksessa (EU) 2016/522 määritellyissä poikkeuksellisissa olosuhteissa sallia kaupankäynnin suljetun ikkunan sisällä.

8.3 Sisäpiirirekisterien ylläpito

Liikkeeseenlaskijaa koskee velvollisuus laatia ja päivittää sisäpiiriluetteloita. Sisäpiiriluetteloiden laatimisvelvollisuudella ennaltaehkäistään sisäpiiritiedon väärinkäyttöä, tuodaan sisäpiiriläinen tietoiseksi sisäpiirisääntelyn sisällöstä ja tarvittaessa jälkikäteen helpotetaan sisäpiiritiedon väärinkäyttöepäilyjen selvittämistä.

Sisäpiiriluetteloiden laatimisesta ja päivittämisestä säädetään MAR 18 artiklassa ja sen nojalla annetussa komission täytäntöönpanoasetuksessa (EU) 2016/347. Velvoite koskee liikkeeseenlaskijoita tai niiden puolesta tai lukuun toimivia tahoja.

Sisäpiiriluetteloon merkitään kaikki ne henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon ja jotka työskentelevät liikkeeseenlaskijalle työsopimuksen perusteella tai muuten suorittavat tehtäviä, joiden kautta on pääsy sisäpiiritietoon, kuten neuvonantajat, kirjanpitäjät tai luottoluokituslaitokset. Liikkeeseenlaskijan tai sen puolesta tai lukuun toimivan on varmistettava, että sisäpiiriluettelossa olevat henkilöt hyväksyvät kirjallisesti tähän liittyvät velvoitteet ja ovat tietoisia sisäpiirisääntelyyn liittyvistä seuraamuksista.

Liikkeeseenlaskija voi ylläpitää pysyvää sisäpiiriluetteloja ja hankekohtaista sisäpiiriluetteloita. Pysyvään sisäpiiriluetteloon merkitään sellaiset henkilöt, jotka pääsevät aina käsiksi kaikkeen liikkeeseenlaskijaan koskevaan sisäpiiritietoon. Hankekohtaiseen sisäpiiriluetteloon merkitään sellaiset henkilöt, jotka työskentelevät sellaisissa hankkeissa, joissa on pääsy sisäpiiritietoon. Käytännössä hankekohtaiseen sisäpiiriluetteloon tulisi merkitä henkilöt viimeistään siinä vaiheessa, kun sisäpiiritiedon julkistamista lykätään eli sisäpiiritiedon määritelmän mukaiset kriteerit täyttyvät.

Sisäpiiriluettelossa on oltava ainakin:

- kaikkien niiden henkilöiden henkilöllisyys, joilla on pääsy sisäpiiritietoon;
- syy siihen, että kyseinen henkilö on sisällytetty sisäpiiriluetteloon;
- päivämäärä ja kellonaika, joka kyseinen henkilö on saanut pääsyn sisäpiiritietoon; ja
- päivämäärä, jolloin sisäpiiriluettelo laadittiin.

Liikkeeseenlaskijoiden tai niiden puolesta tai lukuun toimivien henkilöiden on saatettava sisäpiiriluettelo ajan tasalle viipymättä ja mainittava ajan tasalle saattamisen päivämäärä seuraavissa tilanteissa:

- jos tapahtuu muutos syyssä, jonka vuoksi jo luettelossa oleva henkilö sisällytetään sisäpiiriluetteloon;
- jos uusi henkilö saa pääsyn sisäpiiritietoon ja hänet on tämän vuoksi lisättävä sisäpiiriluetteloon; ja
- jos henkilöllä ei ole enää pääsyä sisäpiiritietoon.

Kaikkien ajan tasalle saattamisten yhteydessä on mainittava päivämäärä ja kellonaika, jolloin ajan tasalle saattamisen aiheuttanut muutos tapahtui. Liikkeeseenlaskijoiden tai niiden puolesta tai lukuun toimivien henkilöiden on säilytettävä sisäpiiriluettelo vähintään viiden vuoden ajan sen jälkeen, kun luettelo on laadittu tai se on saatettu ajan tasalle.

Sisäpiiriluettelon laatimisvelvollisuutta sovelletaan liikkeeseenlaskijoihin, joiden rahoitusvälineillä käydään kauppaa säännellyillä markkinoilla. Sisäpiiriluettelon laatimisvelvollisuus koskee myös liikkeellelaskijaa, jonka rahoitusvälineellä käydään kauppaa ainoastaan monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä, jos ovat pyytäneet tai hyväksyneet kaupankäynnin rahoitusvälineillään monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä

Liikkeeseenlaskijoiden, joiden rahoitusvälineet on otettu kaupankäynnin kohteeksi pk-yritysten kasvumarkkinoilla, ei tarvitse laatia sisäpiiriluetteloita, jos seuraavat ehdot täyttyvät:

- a) liikkeeseenlaskija toteuttaa kaikki kohtuulliset toimet varmistaakseen, että kaikki henkilöt, joilla on pääsy sisäpiiritietoon, tunnustavat tähän liittyvät oikeudelliset ja sääntelyyn liittyvät velvoitteet sekä ovat tietoisia sisäpiirikauppoihin ja sisäpiiritiedon laittomaan ilmaisemiseen sovellettavista seuraamuksista; ja
- b) liikkeeseenlaskija pystyy toimittamaan toimivaltaiselle viranomaiselle pyynnöstä sisäpiiriluettelon.

8.4 Markkinoiden tunnustelu

Markkinoiden tunnustelusta säännellään MAR:n 11 artiklassa. Markkinoiden tunnustelulla tarkoitetaan ennen liiketoimesta ilmoittamista tapahtuvaa tietojen välittämistä yhdelle tai useammalle mahdolliselle sijoittajalle tarkoituksena kartoittaa mahdollisten sijoittajien kiinnostusta mahdolliseen liiketoimeen ja siihen liittyviä ehtoja, kuten kokoa tai hintaa. Markkinoiden tunnustelua koskevien menettelysäännösten noudattaminen mahdollistaa sisäpiiritiedon ilmaisemisen ilman, että päädytään sisäpiiritiedon laittomaan ilmaisemiseen.

Markkinoiden tunnustelua koskevat menettelysäännökset antavan tunnustelijalla turvasatamana sisäpiiritiedon ilmaisukiellon rikkomisepäilyihin. Markkinoiden tunnustelun aikana tapahtuneen tietojen ilmaisemisen katsotaan tapahtuneen osana henkilön työn,

ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista, jos tietoa ilmaiseva henkilö noudattaa edellä MAR:ssa määriteltyjä menettelytapoja.

Markkinoita tunnustellaan tyypillisesti private placement -järjestelyjen ja blokkikauppojen yhteydessä. Tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen on ennen markkinoiden tunnustelua tarkasteltava erityisesti, kuuluuko markkinoiden tunnusteluun sisäpiiritiedon ilmaisemista. Tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen on kirjattava päätelmänsä ja niiden perustelut kirjallisina.

Tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen on kuitenkin ennen tiedon ilmaisemista:

- saatava markkinoiden tunnustelun vastaanottavan henkilön suostumus siihen, että hänelle saa antaa sisäpiiritietoa;
- ilmoitettava markkinoiden tunnustelun vastaanottavalle henkilölle, että hän ei saa käyttää eikä yrittää käyttää kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan lukuunsa tai kolmannen osapuolen lukuun, suoraan tai välillisesti, rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy;
- ilmoitettava markkinoiden tunnustelun vastaanottavalle henkilölle, että hän ei saa käyttää eikä yrittää käyttää kyseistä tietoa muuttamalla tai peruuttamalla toimeksiantoa, joka on jo tehty rahoitusvälineestä, johon kyseinen tieto liittyy; ja
- ilmoitettava markkinoiden tunnustelun vastaanottavalle henkilölle, että hyväksyessään tietojen vastaanottamisen hän on velvollinen säilyttämään tiedot luottamuksellisina.

Tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen on pidettävä kirjaa kaikesta markkinoiden tunnustelun vastaanottavalle henkilölle annetusta tiedosta, edellä mainittujen alakohtien mukaisesti annetut tiedot mukaan luettuina, sekä mahdollisten sijoittajien, joille tietoa on ilmaistu, henkilöllisyydestä, myös esimerkiksi mahdollisen sijoittajan puolesta toimivista oikeushenkilöistä ja luonnollisista henkilöistä, sekä kunkin tietojen ilmaisemisen päivämäärästä ja kellonajasta. Jos tieto, joka on ilmaistu markkinoiden tunnustelun aikana, lakkaa olemasta sisäpiiritietoa tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen mukaan, tiedon ilmaisevan markkinaosapuolen on ilmoitettava tästä mahdollisimman pian tiedon vastaanottajalle.

Tiedon ilmaisevan osapuolen tulee varmistaa, että tunnusteluun liittyviä tietoja säilytetään luotettavalla tavalla, joka mahdollistaa tietojen saatavuuden ja luettavuuden. Tunnustelua koskevat tiedot tulee säilyttää vähintään viisi (5) vuotta. Tiedon ilmaisevan osapuolen tulee toimittaa kirjaamansa päätelmät, niiden perustelut sekä kirjatut tiedot kirjallisesti Finanssivalvonnalle pyynnöstä.

Markkinoiden tunnustelun vastaanottajalla on itsenäinen velvollisuus arvioida, onko sen hallussa sisäpiiritietoa tai milloin hallussa oleva sisäpiiritieto ei enää ole sisäpiiritietoa. Arvioinnissa tulee huomioida myös tunnustelun kohteen muuta kautta tai muista lähteistä saamat tiedot. Mikäli markkinoiden tunnustelijan ja tunnustelun vastaanottajan arviot tiedon luonteesta eroavat toisistaan, vastaanottajan tulee informoida tunnustelijaa omasta arviosta. Informointia ei kuitenkaan tule tehdä, jos vastaanottajan arvio perustuu muuhun kuin tunnustelun yhteydessä saatuun tietoon.

Markkinoiden tunnustelun vastaanottajan tulee muun muassa laatia sisäiset menettelytavat tunnustelun yhteydessä saadun sisäpiiritiedon/luottamuksellisen tiedon luotettavan hallinnoinnin varmistamiseksi. Luotettavaan hallintointiin kuuluu myös henkilöstön ohjeistaminen ja kouluttaminen. Lisäksi tunnustelun vastaanottajan tulee ylläpitää listaa henkilöistä, jotka ovat saaneet tunnusteluun liittyvää sisäpiiritietoa tai luottamuksellista tietoa.

8.5 Markkinoiden manipulointi

Markkinoiden manipulointi on määritelty MAR:n 12 artiklassa ja kielletty MAR:n 15 artiklassa. Markkinoiden manipulointia koskevan kiellon tarkoituksena on edistää markkinoiden läpinäkyvyyttä ja vahvistaa sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin ja niillä toimiviin osapuoliin, sekä turvata se, että markkinatoimijat voivat toimia samoilla ehdoilla ja saman tiedon perusteella. Markkinoiden manipulointikielto koskee kaikkia markkinoilla toimivia, joten manipuloinnista voi tulla seuraamuksia myös piensijoittajalle.

MAR:ssa markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan sellaiseen liiketoimeen ryhtymistä, toimeksiannon antamista tai muuta toimintaa, jolla annetaan väärää tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta tai jolla varmistetaan, että hinta asettuu epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle. Markkinoiden manipulointia on myös väärän tai harhaanjohtavan tiedon levittäminen tiedotusvälineissä, internetissä tai muulla tavoin, joka antaa väärää tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta taikka varmistaa, että rahoitusvälineen hinta asettuu epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle. Markkinoiden manipulointia voi olla myös väärin tietojen antaminen erilaisiin viitearvoihin, kuten indekseihin liittyen.

Markkinoiden manipuloinniksi katsotaan muun muassa seuraava toiminta

- Sellaiset toimet rahoitusvälineen tarjonnassa tai kysynnässä siten, että ne suoraan tai välillisesti johtavat osto- tai myyntihintojen määräytymiseen taikka aiheuttavat tai muita kohtuuttomia kaupankäyntiehtoja;
- Markkinoiden avautuessa tai sulkeutuessa tapahtuva rahoitusvälineiden ostaminen tai myyminen, jonka seurauksena johdetaan harhaan näkyvien hintojenperusteella toimivia sijoittajia;
- Toimeksiantojen tekeminen kauppapaikkaan ja niiden peruuttaminen tai muuttaminen millä tahansa kaupankäyntitavoilla siten että
 - i) häiritään tai viivästytetään kauppapaikan kaupankäyntijärjestelmän toimintaa;
 - ii) tehdään muille henkilöille vaikeammaksi tunnistaa aidot toimeksiannot kauppapaikan kaupankäyntijärjestelmässä, mukaan lukien niin, että tehdään tarjouksia, jotka johtavat tarjouskirjan ylikuormittumiseen tai epävakauteen; tai
 - iii) luodaan väärä tai harhaanjohtava signaali rahoitusvälineen tarjonnasta tai kysynnästä tai hinnasta etenkin niin, että annetaan toimeksiantoja trendin alulle panemiseksi tai sen voimistamiseksi;

- perinteisten tai sähköisten tiedotusvälineiden hyödyntäminen antamalla lausuntoja rahoitusvälineestä sen jälkeen, kun on tehty tätä rahoitusvälinettä koskevia osto- tai myynti sitoumuksia

Toimivaltaisen viranomaisen hyväksymiä markkinakäytäntöjä (*hyväksytyt markkinakäytännöt*) ei katsota kielletyksi markkinoiden manipuloinniksi. Toimivaltainen viranomainen voi vahvistaa hyväksytyyn markkinakäytännön ottaen huomioon muun muassa seuraavat perusteet:

- 1) lisääkö markkinakäytäntö merkittävästi markkinoiden läpinäkyvyyttä;
- 2) takaako markkinakäytäntö kattavan turvan markkinavoimien toiminnalle sekä kysynnän ja tarjonnan moitteettoman vuorovaikutuksen;
- 3) onko markkinakäytännöllä myönteinen vaikutus markkinoiden likviditeettiin ja tehokkuuteen;
- 4) otetaanko markkinakäytännössä huomioon asianomaisten markkinoiden kaupankäyntimekanismi ja annetaanko markkinaosapuolille mahdollisuus reagoida asianmukaisesti ja ajoissa kyseisen käytännön luomaan uuteen markkinatilanteeseen;
- 5) aiheuttaako markkinakäytäntö riskiä kyseessä olevaan rahoitusvälineeseen suoraan tai välillisesti liittyvien, säänneltyjen tai muiden markkinoiden luotettavuudelle unionissa.

Arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) julkistaa verkkosivustollaan luettelon hyväksytyistä markkinakäytännöistä sekä jäsenvaltioista, joissa niitä sovelletaan. Toimivaltaisten viranomaisten on tarkasteltava vahvistamiaan hyväksytyjä markkinakäytäntöjä säännöllisesti ja vähintään kahden vuoden välein ottaen erityisesti huomioon merkittävät muutokset niihin liittyvissä markkinaolosuhteissa, kuten kaupankäyntisääntöjen tai markkinarakenteiden muutokset, jotta voidaan päättää, olisiko markkinakäytäntö säilytettävä, lopetettava tai olisiko sen hyväksymisen ehtoja muutettava.

8.6 Markkinoiden väärinkäytön estäminen ja havaitseminen

MAR 16 artiklan mukaan toimivaltaiselle viranomaiselle eli Suomessa Finanssivalvonnalle on ilmoitettava viipymättä sellaisista toimeksiannoista ja liiketoimista, myös niiden peruuttamisesta tai muuttamisesta, joissa voi olla kyse sisäpiirikaupoista, markkinoiden manipuloinnista tai yrityksestä harjoittaa sisäpiirikauppaa tai manipuloida markkinoita. Ilmoitusvelvollisuus koskee 1) markkinoiden ylläpitäjiä, 2) sijoituspalveluyrityksiä, jotka toimivat kauppapaikan ylläpitäjinä ja 3) luonnollisia ja oikeushenkilöitä, jotka ammattinsa puolesta osallistuvat rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen vastaanottamiseen, välittämiseen tai toteuttamiseen.

Markkinoiden ylläpitäjillä ja sijoituspalveluyrityksillä tulee olla tehokkaan järjestelyt, järjestelmät ja menettelyt, joilla pyritään estämään ja havaitsemaan sisäpiirikauppa, markkinoiden manipulointi sekä sisäpiirikaupan ja markkinoiden manipuloinnin yritykset. Lisäksi kaikkien henkilöiden, jotka ammattinsa puolesta järjestävät tai toteuttavat liiketoimia,

on otettava käyttöön tehokkaat järjestelyt, järjestelmät ja menettelyt epäilyttävien toimeksiantojen ja liiketoimien havaitsemiseksi ja niistä ilmoittamiseksi.

9 Markkinapaikat ja niiden sääntely

Arvopapereilla ja rahoitusvälineillä käydään kauppaa eri markkinapaikoilla. Markkinapaikkojen toiminnassa säännellään RahKL:ssa. Markkinapaikkojen toiminta perustuu RahKL:n säädöksiin ja markkinapaikkojen itsensä laatimiin sääntöihin, joiden vähimmäissisällöstä säännellään RahKL:ssa. RahKL:ssa ja säännöissä määritellään muun muassa miten kaupankäynti kyseisellä markkinapaikalla tapahtuu, millä perusteilla rahoitusväline voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi, millaisia velvollisuuksia liikkeeseenlaskijoille asetetaan, kenelle voidaan myöntää kaupankäyntiosapuolen oikeudet ja millaisia vaatimuksia kaupankäyntiosapuolille asetetaan ja miten kaupat selvitetään.

RahKL:ssa säänneltyjä markkinapaikkoja ovat säännelty markkinapaikka, monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä ja organisoitu kaupankäyntijärjestelmä. Monenkeskinen kaupankäyntijärjestelmä on lähtökohtaisesti tarkoitettu säänneltyä markkinapaikkaa kevyemmin säänneltyksi markkinapaikaksi. Kevyemmän sääntelyn tavoitteena on alentaa listautumiskynnystä säänneltyyn markkinapaikkaan verrattuna ja kannustaa siten pieniä ja keskisuuria yhtiöitä listautumaan.

9.1 Säännelty markkinapaikka

Säännellyllä markkinalla tarkoitetaan pörssin tai sitä muussa ETA-valtiossa vastaavan markkinoiden ylläpitäjän ylläpitämää monenkeskistä järjestelmää, jossa markkinan ylläpitäjän laatimien sääntöjen mukaisesti saatetaan yhteen rahoitusvälineitä koskevia osto- ja myyntitarjouksia tai tarjouskehotuksia siten, että tuloksena on rahoitusvälinettä koskeva sitova kauppa. Suomessa säännellyn markkina ylläpitäminen edellyttää valtiovarainministeriön myöntämää toimintalupaa.

Valtiovarainministeriö myöntää hakemuksesta pörssin toimiluvan suomalaiselle osakeyhtiölle. Valtiovarainministeriön on myönnettävä toimilupa, jos se voi saadun selvityksen perusteella varmistua, että hakija ja sen suunnittelema toiminta täyttävät sääntelyn markkinapaikan ylläpitämiselle säädetyt ja määrätyt vaatimukset ja pörssin johto ja omistajat täyttävät säädetyt vaatimukset. Pörssin hallituksen jäsenen ja toimivaan johtoon kuuluvan tulee olla luotettava ja hyvämaineinen henkilö, joka ei ole konkurssissa taikka liiketoimintakiellossa ja jonka toimintakelpoisuutta ei ole muutenkaan rajoitettu. Vastaavasti henkilön, joka suoraan tai välillisesti omistaa vähintään kymmenen prosenttia pörssin osakepääomasta tai osuuden, joka tuottaa vähintään kymmenen prosenttia sen osakkeiden tuottamasta äänivallasta, on oltava luotettava.

9.1.1 Pörssin säännöt

Pörssin toiminta perustuu pörssin sääntöihin. Laissa säädetään pörssin sääntöjen vähimmäissisällöstä. Pörssin on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säänneltyä markkinaa koskevat säännöt, jotka sisältävät määräykset vähintään seuraavista asioista:

- 1) miten kaupankäynti tapahtuu;
- 2) miten ja millä perusteilla rahoitusväline otetaan kaupankäynnin kohteeksi sekä miten ja millä perusteilla kaupankäynti rahoitusvälineellä voidaan keskeyttää tai lopettaa;
- 3) millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille sekä niiden hallinnolle ja hallinto- ja ohjausjärjestelmille tähän lakiin, arvopaperimarkkinalakiin ja niiden nojalla annettuihin säännöksiin ja määräyksiin, EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetukseen sekä pörssin sääntöihin perustuvien velvollisuuksien täyttämiseksi tai muutoin asetetaan;
- 4) miten ja millä perusteilla kaupankäyntiosapuolen oikeudet myönnetään ja peruutetaan;
- 5) veloitteet, jotka johtuvat säännellyllä markkinalla toimivien sijoituspalvelun tarjoajien henkilökunnalle asetettavista ammatillisista vaatimuksista;
- 6) millä ehdoilla kaupankäyntiosapuoleksi voidaan hyväksyä muita henkilöitä kuin sijoituspalveluyrityksiä ja luottolaitoksia;
- 7) millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia kaupankäyntiosapuolille RahKL:iin ja sen nojalla annettuihin säännöksiin ja määräyksiin sekä pörssin sääntöihin perustuvien velvollisuuksien täyttämiseksi tai muutoin asetetaan;
- 8) millaisia seuraamuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille ja kaupankäyntiosapuolille voidaan pörssin sääntöjen rikkomisesta määrätä ja miten ne määrätään;
- 9) jos kaupankäynnin kohteena on johdannaissojimus, sen ehdot;
- 10) millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia kauppojen määrittämiseen ja toteuttamiseen liittyy.

Pörssin säännöt ja niiden muutokset vahvistaa hakemuksesta valtiovarainministeriö. Säännöt on vahvistettava, jos ne ovat RahKL:n ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten mukaiset ja jos saadun selvityksen perusteella voidaan pitää todennäköisenä, että ne turvaavat luotettavan ja tasapuolisen kaupankäynnin.

9.1.2 Rahoitusvälineen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle

Pörssi saa ottaa liikkeeseenlaskijan hakemuksesta säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi arvopaperin, johon todennäköisesti kohdistuu riittävästi kysyntää ja tarjontaa ja jonka hinnanmuodostuksen voidaan siten arvioida olevan luotettavaa. Pörssi saa ottaa säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi arvopaperin myös ilman

liikkeeseenlaskijan suostumusta, jos sääntelyn vaatimukset täyttyvät ja jos sama arvopaperi on jo otettu kaupankäynnin kohteeksi muulla säännellyllä markkinalla. Tällaiselle liikkeeseenlaskijalle ei saa asettaa tiedonantovelvollisuuksia pörssin säännöissä. Pörssin on ilmoitettava liikkeeseenlaskijalle arvopaperin kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta ennen kaupankäynnin aloittamista.

Pörssi saa ottaa säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi johdannaissopimuksen, jos sen hinnanmuodostus on luotettavaa, ja johdannaissopimus voidaan selvittää luotettavalla tavalla. Muista edellytyksistä, joilla pörssi voi ottaa rahoitusvälineen säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi, säädetään rahoitusvälineiden markkinat - direktiivin nojalla annetun komission asetuksessa.

Finanssivalvonta voi tarvittaessa määrätä, että rahoitusvälineen ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle lykätään enintään kymmenellä perättäisellä pankkipäivällä kerrallaan, jos kohteeksi hakeva taikka se, joka toimeksiannon nojalla huolehtii kaupankäynnin kohteeksi hakemisesta, toimii sijoituspalveluyrityksistä annetun lain, arvopaperimarkkinalain tai niiden nojalla annettujen säännösten tai määräysten vastaisesti. Ennen määräyksen antamista Finanssivalvonnan on varattava päätöksen kohteelle tilaisuus tulla kuulluksi, jollei asian kiireellisyydestä tai muusta erityisestä syystä muuta johdu.

Pörssi voi pitää erikseen pörssilistadirektiivissä tarkoitettua pörssilistaa säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi ottamistaan arvopapereista. Pörssilistadirektiivin täytäntöön panemiseksi tarpeellisista vaatimuksista, joilla pörssi saa ottaa arvopaperin pörssilistalle, sekä niistä myönnettävistä poikkeuksista säädetään tarkemmin valtiovarainministeriön asetuksella.

9.1.3 Kaupankäynnin keskeyttäminen tai lopettaminen

Pörssi voi päättää keskeyttää tai lopettaa kaupankäynnin rahoitusvälineellä, jos rahoitusväline tai rahoitusvälineen arvopaperin liikkeeseenlaskija ei enää täytä pörssin sääntöjen vaatimuksia tai jos se on muutoin tarpeen pörssin toiminnasta annettujen säännösten ja määräysten, pörssin sääntöjen tai hyvän tavan vastaisen menettelyn vuoksi.

Pörssi voi keskeyttää tai lopettaa kaupankäynnin rahoitusvälineellä vastaavin edellytyksin myös rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan hakemuksesta. Pörssi ei saa kuitenkaan keskeyttää tai lopettaa kaupankäyntiä rahoitusvälineellä, jos se aiheuttaisi merkittävää haittaa sijoittajille tai rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle. Pörssin on keskeytettävä tai lopetettava kaupankäynti myös rahoitusvälineeseen liittyvällä johdannaissopimuksella, jos toimenpide on tarpeen edellä tarkoitettujen päätöksen tavoitteiden tukemiseksi.

Finanssivalvonnan on määrättävä kaupankäynti keskeytettäväksi tai lopetettavaksi muulla Suomessa toimivalla säännellyllä markkinalla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä ja organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä tai määrättävä kauppohenkilöstön sisäinen toteuttaja keskeyttämään tai lopettamaan kaupankäynti samalla rahoitusvälineellä tai siihen liittyvällä

johdannaissopimuksella, jos keskeyttämisen tai lopettamisen syynä on epäily markkinoiden väärinkäytöstä, ostotarjous tai liikkeeseenlaskijasta tai rahoitusvälineestä ei ole julkistettu sisäpiirintietoa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisesti.

Pörssi voi pyytää Finanssivalvontaa vahvistamaan kaupankäynnin keskeytyspäätöksen. Finanssivalvonnan on tällaisen pyynnön saatuaan ilman aiheetonta viivytystä päätettävä, vahvistaako se pörssin tekemän kaupankäynnin keskeytyspäätöksen. Jos Finanssivalvonta päättää olla vahvistamatta pörssin tekemää päätöstä, pörssin on ilman aiheetonta viivytystä jatkettava kaupankäyntiä rahoitusvälineellä. Pörssin on julkistettava välittömästi päätös kaupankäynnin keskeyttämisestä, lopettamisesta tai kaupankäynnin jatkamisesta rahoitusvälineellä. Lisäksi pörssin on ilmoitettava päätöksestä Finanssivalvonnalle ja, jos päätös koskee energiemarkkinoihin liittyvää johdannaissopimusta, Energiavirastolle.

Finanssivalvonta voi määrätä pörssin keskeyttämään tai lopettamaan kaupankäynnin tai kieltää pörssiä järjestämästä kaupankäyntiä rahoitusvälineillä, jos kaupankäynnissä, rahoitusvälinettä koskevassa tiedonantovelvollisuudessa tai kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen liittyvää tiedonantovelvollisuutta täytettäessä toimitaan olennaisesti vastoin säännöksiä tai määräyksiä tai jos siihen on muu erityisen painava syy. Kieltoa ei voida kuitenkaan määrätä, jos siitä aiheutuu merkittävää haittaa sijoittajille tai rahoitusmarkkinoiden asianmukaiselle toiminnalle. Finanssivalvonnan on ennen päätöksen tekemistä kuultava pörssiä, jollei asian kiireellisyydestä tai muusta erityisestä syystä muuta johdu.

9.1.4 Kaupankäyntiosapuolen oikeudet

Pörssin on myönnettävä kaupankäyntiosapuolen oikeudet suomalaiselle sijoituspalvelun tarjoajalle ja muussa ETA-valtiossa vastaavan toimiluvan saaneelle sijoituspalvelun tarjoajalle, joka täyttää laissa ja pörssin säännöissä asetetut vaatimukset. Muulle henkilölle, jolla on kotipaikka ETA-valtiossa, on myönnettävä kaupankäyntiosapuolen oikeudet, jos henkilö täyttää pörssin säännöissä asetetut vaatimukset ja henkilön luotettavuudesta, hyvämaineisuudesta, kokemuksesta ja muusta sopivuudesta sekä toiminnan järjestämisestä saadun selvityksen perusteella tai muutoin on todennäköistä, ettei henkilön osallistuminen kaupankäyntiin vaaranna kaupankäynnin luotettavuutta. Henkilöllä on lisäksi oltava riittävät taloudelliset ja muut edellytykset täyttää rahoitusvälineiden kaupoista johtuvat velvollisuutensa. Pörssi voi myöntää kaupankäyntiosapuolen oikeudet myös muulle ulkomaiselle sijoituspalvelun tarjoajalle tai muulle henkilölle, jos hakija täyttää sääntelyssä asetetut vaatimukset.

Pörssin on peruutettava määräajaksi tai toistaiseksi kaupankäyntiosapuolen oikeudet, jos Finanssivalvonta sitä päätöksellään painavasta syystä vaatii. Finanssivalvonnan on ennen päätöksen tekemistä kuultava pörssiä ja kaupankäyntiosapuolta, jollei asian kiireellisyydestä tai muusta erityisestä syystä muuta johdu.

Pörssin on ilmoitettava Finanssivalvonnalle kaupankäyntiosapuolen oikeuksien myöntämisestä ja peruuttamisesta sekä vuosittain lista kaupankäyntiosapuolista.

9.1.5 Suora sähköinen pääsy markkinapaikalle

Pörssi voi sallia, että kaupankäyntiosapuolena oleva sijoituspalveluyritys tai luottolaitos tarjoaa suoran sähköisen pääsyn asiakkaalle. Suoralla sähköisellä markkinoillepääsillä tarkoitetaan järjestelyä, jossa kaupankäyntiosapuoli antaa asiakkaalle luvan käyttää sen kaupankäyntikoodia siten, että asiakas voi välittää rahoitusvälineeseen liittyviä toimeksiantoja sähköisesti suoraan kauppapaikkaan. Pörssin on huolehdittava siitä, että asiakkaisiin, joilla on suora sähköinen pääsy sen järjestelmiin, sovelletaan asianmukaisia vaatimuksia. Pörssin kaupankäyntiosapuoli vastaa suoraa sähköistä pääsyä käyttäneen asiakkaansa toimeksiannosta ja kaupasta.

9.1.6 Algoritminen kaupankäynti

Nykyään suurin osa kaupankäynnistä toteutetaan algoritmisessa kaupankäynnissä. Algoritmisella kaupankäynnillä tarkoitetaan rahoitusvälineillä tapahtuvaa kaupankäyntiä, jossa tietokonealgoritmi määrittää automaattisesti toimeksiantojen yksittäisiä tekijöitä. Algoritminen kaupankäynti on tietokoneiden suorittamaan kaupankäyntiä, jossa kaupankäynti ja toimeksiannot tehdään ilman ihmisen väliintuloa. RahKL edellyttää, että pörssillä on oltava käytössään tehokkaat järjestelmät ja sisäiset menettelytavat, joilla 1) varmistetaan, että pörssin kaupankäyntiosapuolet testaavat algoritmista kaupankäyntiä ja 2) ehkäistään ja hallinnoidaan algoritmisten kaupankäyntijärjestelmien aiheuttamaa tavanomaisesta poikkeavaa kaupankäyntiä. Pörssin on varmistettava, että säännöt sen konesalipalveluista ovat avoimia, tasapuolisia ja syrjimättömiä. Pörssin on huolehdittava siitä, että se pystyy tunnistamaan kaupankäyntiosapuolten algoritmisella kaupankäynnillä tuotetut toimeksiannot, niiden luomiseen käytetyt algoritmit ja toimeksiannoista asianmukaisesti vastaavat henkilöt. Pörssin on annettava tiedot Finanssivalvonnalle pyynnöstä ilman aiheetonta viivytystä.

9.1.7 Sopimus markkinatakauksesta

Markkinatakaus tarkoittaa tilannetta, jossa sijoituspalveluyritys antaa liikkeeseenlaskijan osakkeelle jatkuvan myynti- ja ostonoteerauksen. Markkinatakauksen avulla pyritään lisäämään osakkeen likviditeettiä ja pienentämään sen hintaeroja. Jos liikkeeseenlaskijat osakkeet eivät käy kaupaksi noteerauksen osoittamaan hintaan, markkinatakaaja on velvollinen ostamaan ja myymään osakkeet omiin nimiinsä. Sijoittajan kannalta kaupankäynti helpottuu, koska markkinatakaaja toimii yhtenä kaupankäynnin osapuolena. Osaketta ei tarvitse myydä alihintaan kysynnän puutteen takia. Lisääntynyt vaihto johtaa myös siihen, että hintaherkkyys markkinapaineille pienenee.

RahKL edellyttää, että pörssin on laadittava kirjallinen sopimus markkinatakauksesta markkinatakausstrategiaa säännellyllä markkinalla toteuttavan kaupankäyntiosapuolen kanssa. Pörssin on huolehdittava, että riittävän monet kaupankäyntiosapuolet voivat tulla sopimuksen osapuoleksi, jos tämä on perusteltua kaupankäynnin luonne ja laajuus huomioon ottaen. Sopimuksessa on sovittava ainakin 1) sitovista hintatarjouksista, 2) likviditeetin tarjoamisesta ja muista pörssin järjestelmään osallistumiseen liittyvistä velvoitteista ja 3) mahdollisista hinnanalennuksesta tai muista kannustimista likviditeetin tarjoamiseksi sekä muista pörssin järjestelmään osallistumiseen liittyvistä oikeuksista.

9.1.8 Kaupankäynnin lyhytaikainen keskeyttäminen

Pörssillä tulee keskeyttää kaupankäynnin lyhytaikaisesti tilanteissa, jos rahoitusvälineen hinta muuttuu merkittävästi lyhyessä ajassa säännellyllä markkinalla tai siihen liittyvällä markkinalla. RahKL:n mukaan pörssillä on oltava järjestelmä ja sisäiset menettelytavat kaupankäynnin merkittävien toimintahäiriöiden välttämiseksi, jotka ovat riittävät: 1) kaupankäynnin pysäyttämiseen tai rajoittamiseen väliaikaisesti, jos rahoitusvälineen hinta muuttuu merkittävästi lyhyessä ajassa säännellyllä markkinalla tai siihen liittyvällä markkinalla ja 2) kaupankäynnin tai muun liiketoimen peruuttamiseen, muuttamiseen tai korjaamiseen.

Helsingin Pörssin ohjeiden mukaan, jos liikkeeseenlaskija aikoo julkistaa tiedon, jonka oletetaan olevan erityisen merkittävä liikkeeseenlaskijan tai sen osakkeen kannalta, liikkeeseenlaskijan tulee ilmoittaa asiasta pörssille ennen tiedon julkistamista. Tällöin pörssin markkinavalvonta voi arvioida, tarvitseeko pörssin ryhtyä asiassa toimenpiteisiin. Pörssi käyttää tietoa kaupankäynnin valvonnassa kyseisten osakkeiden epätavallisten hintamuutosten havaitsemiseksi ja sisäpiirikaupankäynnin estämiseksi. Pörssi voi esimerkiksi keskeyttää kaupankäynnin lyhytaikaisesti ja peruuttaa avoinna olevat tarjoukset antaakseen markkinoille mahdollisuuden arvioida uutta tietoa. Pörssin on ilmoitettava pysäyttämisen tekijät ja niiden olennaiset muutokset Finanssivalvonnalle ilman aiheetonta viivytystä. Finanssivalvonnan on ilmoitettava tiedot edelleen Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaiselle.

9.1.9 Kauppojen selvitys

Selvitystoiminnalla tarkoitetaan niitä itse kaupan jälkeisiä toimintoja, joilla arvopaperikaupat saadaan toteutettua niin, että ostaja vastaanottaa arvopaperit ja myyjä saa niistä maksun. Pörssikaupat selvitetään arvopaperikeskuksessa tai keskusvastapuolen kautta. Välittäjä voi selvittää pörssikauppoja lisäksi sisäisesti.

Suomalaisen liikkeeseenlaskijan liikkeeseen laskemat arvopaperit voidaan kirjata suomalaisen tai ulkomaisen arvopaperikeskuksen arvo-osuusjärjestelmään. Arvopapereilla voidaan tämän jälkeen käydä julkista kauppaa joko pörssissä tai jossain muussa kauppapaikassa. Arvopaperien toimitus toteutuu arvo-osuusrekisterissä olevien arvo-

osuustilien välillä arvopaperikeskuksessa, ja myyjä vastaanottaa rahansa. Suomessa selvitysosapuoli ja tilinhoitajayhteisö ovat usein yksi ja sama yhteisö, joka toteuttaa transaktioiden perusteella suoraan kirjauksia arvopaperikeskuksen arvo-osuusjärjestelmään sekä huolehtii rahakirjauksista omaan tai asiakkaansa lukuun. Keskusvastapuoli (central counterparty, CCP) on yhteisö, joka arvopaperikaupan selvityksessä toimii pörssin ja arvopaperikeskuksen välissä. Keskusvastapuoli asettuu kauppojen clearing-vaiheessa kaupan vastapuoleksi (ostajaksi myyjälle, myyjäksi ostajalle) ja takaa kaupan toteutumisen ottamalla vastuulleen osapuolten vastapuoliriskin.

Pörssin on järjestettävä asianmukaisesti säännellyllä markkinalla tehtyjen kauppojen selvitys. Pörssin osapuolilla on oltava tosiasiallinen ja syrjimätön pääsy kauppojen selvitysjärjestelmiin. Jos pörssi käyttää kauppojen selvitykseen arvo-osuusjärjestelmästä ja selvitystoiminnasta annetussa laissa tarkoitettua keskusvastapuolta, pörssin, mainitussa laissa tarkoitetun arvopaperikeskuksen ja keskusvastapuolen on järjestettävä yhteistoimintansa siten, ettei kaupankäynnin luotettavuus tai rahoitusmarkkinoiden vakaus vaarannu. Finanssivalvonta voi kieltää pörssiä käyttämästä kauppojen selvityksessä muussa ETA-valtiossa sijaitsevaa keskusvastapuolta tai arvopaperikeskusta, jos sen käyttäminen todennäköisesti vaarantaa kaupankäynnin luotettavuuden tai rahoitusmarkkinoiden vakauden.

Kaupankäyntiosapuolella on oikeus käyttää kauppojen selvitykseen myös muuta arvopaperikeskusta kuin pörssin käyttämää arvopaperikeskusta säännellyllä markkinalla tehdyistä kaupoista johtuvien velvollisuuksiensa toteuttamiseksi, jos pörssin ja mainittujen arvopaperikeskusten yhteistoiminta on järjestetty siten, ettei kaupankäynnin luotettavuus tai rahoitusmarkkinoiden vakaus vaarannu. Jos kaupankäyntiosapuoli aikoo käyttää toista arvopaperikeskusta, siitä on ilmoitettava etukäteen asianomaiselle pörssille, Suomen Pankille ja Finanssivalvonnalle. Ilmoituksessa tulee esittää selvitys yhteistoimintajärjestelyistä, joilla turvataan kaupankäynnin luotettavuus ja rahoitusmarkkinoiden vakaus. Finanssivalvonta voi kieltää kaupankäyntiosapuolta käyttämästä kauppojen selvitykseen muuta arvopaperikeskusta, jos sen käyttäminen todennäköisesti vaarantaa kaupankäynnin luotettavuuden tai rahoitusmarkkinoiden vakauden.

9.2 Monenkeskinen ja organisoitu kaupankäyntijärjestelmä

9.2.1 Säännöt

Monenkeskisellä järjestelmällä tarkoitetaan järjestelmää, jossa useiden kolmansien osapuolten rahoitusvälineitä koskevat osto- ja myynti-intressit voivat olla keskenään vuorovaikutuksessa. Organisoidulla kaupankäyntijärjestelmällä puolestaan tarkoitetaan muuta kuin aiemmissa kohdissa tarkoitettua monenkeskistä järjestelmää, jossa kaupankäynnin kohteena saa olla vain joukkovelkakirjalainoja, strukturoituja rahoitustuotteita, päästöoikeuksia tai johdannaisia. Monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää ja organisoitua kaupankäyntijärjestelmää voivat ylläpitää pörssi, sijoituspalveluyritys sekä luottolaitos.

Monenkeskistä ja organisoitua kaupankäyntijärjestelmää varten on säännellyn markkinan tavoin oltava säännöt. Monenkeskistä ja organisoitua kaupankäyntijärjestelmää varten on oltava läpinäkyvät säännöt niiden rahoitusvälineiden määrittämisestä koskevista perusteista, joilla voidaan käydä kauppaa niiden järjestelmissä ja menettelytavat, joilla varmistetaan tasapuolinen ja asianmukainen kaupankäynti.

Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän on laadittava ja pidettävä yleisön saatavilla säännöt, jotka sisältävät määräykset ainakin seuraavista asioista:

- 1) miten ja millä perusteilla rahoitusväline otetaan kaupankäynnin kohteeksi;
- 2) miten kaupankäynti tapahtuu;
- 3) miten ja millä perusteilla kaupankäyntiosapuolen oikeudet myönnetään ja peruutetaan;
- 4) mitä oikeuksia ja velvoitteita kaupankäyntiosapuolille asetetaan;
- 5) millaisia seuraamuksia kaupankäyntiosapuolille voidaan määrätä sääntöjen rikkomisesta ja miten ne määrätään.

Jos monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjä ylläpitää monenkeskistä tai organisoitua kaupankäyntijärjestelmää, johon arvopaperi otetaan kaupankäynnin kohteeksi arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta, on säännöissä määrättävä sen lisäksi:

- 1) millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille ja niiden hallinnolle tähän lakiin ja sen nojalla annettuihin sääntöihin ja määräyksiin sekä monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän sääntöihin perustuvien velvollisuuksien täyttämiseksi tai muutoin asetetaan;
- 2) miten ja missä menettelyssä arvopaperia ja sen liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedot julkistetaan;
- 3) miten arvopaperia ja sen liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedot laaditaan ja julkaistaan, jos arvopaperista ei ole julkaistava AML 3 luvussa tarkoitettua esitettä;
- 4) millaisia seuraamuksia arvopaperien liikkeeseenlaskijoille voidaan määrätä sääntöjen rikkomisesta ja miten ne määrätään.

9.2.2 Rahoitusvälineen ottaminen kaupankäynnin kohteeksi

Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjä voi ottaa kaupankäynnin kohteeksi rahoitusvälineen, jota koskevien tietojen saatavuus voidaan turvata. Arvopaperia ei voida ottaa kaupankäynnin kohteeksi liikkeeseenlaskijan hakemuksesta, ellei arvopaperista ja sen liikkeeseenlaskijasta ole luotettavan kaupankäynnin järjestämiseksi saatavissa riittävästi tietoa. Arvopaperin liikkeeseenlaskijan on tehtävä monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän kanssa arvopaperin kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskeva kirjallinen sopimus, jossa liikkeeseenlaskija sitoutuu noudattamaan sääntöjä.

Säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteeksi otettu arvopaperi voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi muulla markkinalla arvopaperin liikkeeseenlaskijan hakemuksesta

tai ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta. Jos arvopaperi on otettu kaupankäynnin kohteeksi ilman arvopaperin liikkeeseenlaskijan suostumusta, liikkeeseenlaskijalle ei saa asettaa tiedonantovelvollisuutta monenkeskisen tai organisoidun kaupankäyntijärjestelmän säännöissä. Kun kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla otetulla arvopaperilla käydään kauppaa myös monenkeskisessä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä ilman liikkeeseenlaskijan suostumusta, liikkeeseenlaskijalla ei ole velvoitetta julkistaa sitä koskevia taloudellisia tietoja ensimarkkinoilla, jatkuvasti eikä tapauskohtaisesti kyseisessä monenkeskisessä tai organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä.

9.2.3 Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän velvollisuudet

Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin kaupankäyntiosapuoleksi ottamista varten kaupankäynnin järjestäjällä on oltava säännöt, varmistetaan avoin ja syrjimätön pääsy niiden järjestelmiin. Monenkeskisessä ja organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä on oltava vähintään kolme aktiivista kaupankäyntiosapuolta, joista jokaisen on voitava vaikuttaa muiden kanssa rahoitusvälineen hinnanmuodostukseen.

Kaupankäynnin järjestäjän on varmistettava kaupankäyntijärjestelmän moitteeton ja jatkuva toimivuus. Kaupankäyntijärjestelmää varten on ylläpidettävä järjestelyitä, joilla varmistetaan kaupankäyntijärjestelmän virheetön toiminta, sekä tehokkaat varajärjestelmät, joilla voidaan varmistaa kaupankäyntijärjestelmän jatkuvuus häiriötilanteissa ja hallita toimintahäiriöihin liittyviä riskejä.

Monenkeskisen ja organisoidun kaupankäynnin järjestäjän on järjestettävä asianmukaisesti monenkeskisessä ja organisoidussa kaupankäyntijärjestelmässä tehtyjen kauppojen selvitys ja tiedotettava kaupankäyntiosapuolille näiden velvoitteista kaupankäyntijärjestelmässä toteutettujen liiketoimien selvityksessä. Jos monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä käyttää kauppojen selvitykseen keskusvastapuolta, kaupankäynnin järjestäjän ja arvopaperikeskuksen ja keskusvastapuolen on järjestettävä yhteistoimintansa siten, ettei kaupankäynnin luotettavuus tai rahoitusmarkkinoiden vakaus vaarannu.

Kaupankäynnin keskeyttämiseen, lopettamiseen ja kieltämiseen sovelletaan samoja säännöksiä kuin säännellyllä markkinalla. Kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjän on järjestettävä luotettava valvonta varmistamaan sääntelyn mukainen toiminta. Sen on seurattava riittävän tehokkaasti annettuja, peruutettuja ja toteutettuja kauppatoimeksiantoja.

Monenkeskisen tai organisoidun kaupankäyntijärjestelmän ylläpitäjän on ilmoitettava Finanssivalvonnalle riittävät tiedot kaupankäyntijärjestelmän toiminnasta, mahdollisista sidoksista muuhun monenkeskiseen järjestelmään tai saman ylläpitäjän omistamaan kauppojen sisäiseen toteuttajaan sekä tiedot kaupankäyntijärjestelmän omistajista, osapuolista ja käyttäjistä.

Valtiovarainministeriö voi määrätä monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän keskeyttämään monenkeskisen ja organisoidun kaupankäyntijärjestelmän

toiminnan määrääjäksi, jos monenkeskisen tai organisoidun kaupankäynnin järjestäjän toiminnassa on todettu taitamattomuutta tai varomattomuutta taikka jos kaupankäynnin kohteena olevien rahoitusvälineiden vaihdanta on häiriintynyt, ja on ilmeistä, että toiminnan jatkaminen on omiaan vakavasti vahingoittamaan rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta tai vakautta taikka sijoittajien asemaa.

9.3 Pk-yritysten kasvumarkkina

Pk-yritysten kasvumarkkinapaikalla pyritään parantamaan pk-yritysten mahdollisuuksia päästä pääomamarkkinoille. Pk-yritysten kasvumarkkinoilla yritykset voivat toimia kevennetyn sääntelyn piirissä. Monenkeskisen kaupankäynnin järjestäjä voi pyytää Finanssivalvonnalta monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän tai sen osan rekisteröimistä pk-yritysten kasvumarkkinaksi.

Pk-yritysten kasvumarkkinalla vähintään 50 %:a liikkeeseenlaskijoista, joiden arvopapereilla käydään kauppaa pk-yritysten kasvumarkkinalla, on oltava pk-yrityksiä. Osuuden on täytyttävä hakemuksen tekohetkellä ja sen jälkeen vuosittain kalenterivuoden päättyessä. Pk-yritysten kasvumarkkinalla on oltava sellaiset säännöt, jotka varmistavat kaupankäynnin aloittamista ja jatkumista rahoitusvälineellä koskevat riittävät ja asianmukaiset vaatimukset. Säännöissä on edellytettävä, että otettaessa rahoitusvälinettä kaupankäynnin kohteeksi siitä julkaistaan esite tai muuten riittävät tiedot. Säännöissä on myös edellytettävä, että liikkeeseenlaskijaa koskee riittävä ja asianmukainen säännöllinen tiedonantovelvollisuus ja tietojen julkistamisvelvollisuus. Liikkeeseenlaskijaan, sen johtoon ja lähipiiriin sovelletaan EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetusta. Lisäksi säännöissä on edellytettävä, että liikkeeseenlaskijan säännöllisen tai muun laissa säädetyn tai kaupankäyntijärjestelmän sääntöihin perustuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella julkaisemat tiedot tallennetaan ja että kaupankäyntijärjestelmää varten ylläpidetään riittäviä ja tehokkaita valvontajärjestelmiä, jotta voidaan havaita ja estää ennalta kaupankäyntijärjestelmässä EU:n markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa tarkoitettua markkinoiden väärinkäyttöä. Muutoin Pk-yritysten kasvumarkkinan ylläpitämisessä noudatetaan monenkeskisen kaupankäyntijärjestelmän ylläpitämisestä laissa asetettuja säännöksiä.

Yhdellä pk-yritysten kasvumarkkinalla kaupankäynnin kohteena oleva rahoitusväline voidaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi toiselle pk-yritysten kasvumarkkinalle, jos liikkeeseenlaskijalle on tästä ilmoitettu eikä se ole sitä vastustanut. Liikkeeseenlaskijalle ei voida asettaa jälkimmäisestä tiedonantovaatimuksia tai hallinnointia koskevia vaatimuksia. Suomessa Nasdaq First Northille myönnetty tällainen EU:n kasvumarkkinastatus.

9.4 Kaupankäynnin läpinäkyvyys

Kaupankäynnin läpinäkyvyydellä tarkoitetaan sijoittajien ja muiden markkinaosapuolten oikeutta ja mahdollisuutta saada tietoa osto- ja myyntitarjouksista ja toteutuneista kaupoista. Läpinäkyvyydellä pyritään muun muassa lisäämään arvopaperien ja muiden

rahoitusvälineiden hinnanmuodostusta. Rahoitusvälineillä voidaan käydä kauppaa usealla markkinapaikalla. Sääntelyn tavoitteena eri markkinapaikkojen läpinäkyvyysvaatimusten yhtenäinen soveltaminen. Jotta kaupankäynti olisi läpinäkyvää MiFIR:ssä säädetään myös sijoituspalveluyrityksen kaupankäyntivelvollisuudesta. Kaupankäyntivelvollisuus tarkoittaa sitä, että sijoituspalveluyritysten on toteutettava kaikki kaupat, myös omaan lukuun ja asiakastoimeksiantojen johdosta toteutettavat kaupat, säännellyllä markkinalla, monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä, kauppojen sisäisen toteuttajan välityksellä tai vastaavassa kolmannen maan kauppapaikassa. Asetus ei kuitenkaan edellytä kauppaa edeltävien läpinäkyvyysvaatimusten soveltamista liiketoimiin, jotka toteutetaan OTC-kauppoina, paitsi kun ne toteuttaa kauppojen sisäinen toteuttaja.

Pääsääntönä on, että tarjouksia ja toteutuneita kauppoja koskevat hinnat, määrät ja ajankohdat annetaan markkinoiden saataville mahdollisimman reaaliaikaisesti ja kohtuullisin kustannuksin. Kaupankäynnin järjestäjän on julkistettava yleisölle tietoja ylläpitämänsä kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden osto- ja myyntitarjouksista sekä tarjouskehotuksista.

Oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden osalta kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on julkistettava järjestelmässään vallitsevat osto- ja myyntihinnat sekä kyseisillä hinnoilla ilmenevä kaupankäyntihalukkuus rahoitusvälineille, joilla käydään kauppaa kauppapaikassa. Vaatimusta sovelletaan toteutuskelpoisiin kiinnostuksen ilmauksiin. Kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on asetettava nämä tiedot jatkuvasti yleisön saataville tavanomaisena kaupankäyntiaikana. Julkistamisvelvollisuudesta voi kuitenkin vapautua esimerkiksi tilanteessa rahoitusvälineen likviditeetti on puutteellinen tai toimeksianto on suuri tavanomaiseen markkinakokoon verrattuna. Kaupanjälkeisistä tiedoista kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on julkistettava toteutettujen liiketoimien hinta, volyyymi ja ajankohta sellaisten oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden osalta, joilla käydään kauppaa kauppapaikassa. Tiedot on julkistettava niin reaaliaikaisesti kuin on teknisesti mahdollista.

Muiden kuin oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden kauppaa edeltävistä tiedoista kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on julkistettava järjestelmässään vallitsevat osto- ja myyntihinnat sekä kyseisillä hinnoilla ilmenevä kaupankäyntihalukkuus joukkovelkakirjoille, strukturoiduille rahoitustuotteille, päästöoikeuksille ja johdannaisille, joilla käydään kauppaa kauppapaikassa. Vaatimusta sovelletaan myös toteutuskelpoisiin kiinnostuksen ilmauksiin. Kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on asetettava tiedot jatkuvasti yleisön saataville tavanomaisena kaupankäyntiaikana. Vieraan pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden kaupan jälkeisistä tiedoista kauppapaikkojen ja sijoituspalveluyritysten on julkistettava toteutettujen liiketoimien hinta, volyyymi ja ajankohta niin reaaliaikaisesti kuin se teknisesti on mahdollista.

Lupaa tietojen julkistamisen lykkäämiseen voidaan hakea MiFIR:ssä säädetyillä perusteilla. Perusteet liittyvät erityisesti rahoitusvälineen likviditeettiin tai toimeksiannon poikkeuksellisen suureen kokoon. Kauppapaikat ovat velvollisia luovuttamaan kaupankäynnin ydintiedot konsolidoidun kaupankäyntitiedon tarjoajalle. Velvollisuus ulottuu myös kauppojen sisäisiin toteuttajiin. Kauppaa koskevaksi ydintiedoksi on määritelty oman pääoman ehtoisten rahoitusvälineiden osalta muun muassa: parhaat osto- ja

myyntitarjoukset (hinta ja määrä); toteutetut kaupat (hinta ja määrä), päivän sisäinen huutokauppätieto ja päivän päätöshuutokauppätieto.

9.5 Kaupparaportointi

Sijoituspalveluyritysten, jotka toteuttavat liiketoimia rahoitusvälineillä, on ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle täydelliset ja täsmälliset yksityiskohtaiset tiedot tällaisista liiketoimista mahdollisimman nopeasti ja viimeistään seuraavan työpäivän aikana. Ilmoituksissa on oltava erityisesti muun muassa ostettujen tai myytyjen rahoitusvälineiden yksityiskohtaiset nimet ja numerot, määrä, toteutuspäivät ja -kellonajat ja hinnat sekä tiedot, joiden avulla voidaan yksilöidä asiakkaat, joiden lukuun sijoituspalveluyritys on toteuttanut kyseisen liiketoimen. Ilmoitukset toimittaa sijoituspalveluyritys itse tai sen puolesta toimiva hyväksytty ilmoitusjärjestelmä. Tiedot voidaan toimittaa myös kauppapaikasta, jonka välityksellä liiketoimi toteutettiin.

Kirjallisuutta

Arvopaperimarkkinayhdistys: Ostotarjouskoodi 2022.

HE 6/2006 vp. Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain, kauppakamarilain ja Rahoitustarkastuksesta annetun lain muuttamisesta.

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

HE 20/2023 vp Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi kirjanpitolain ja tilintarkastuslain muuttamisesta sekä eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Häyrynen, Janne - Kajala Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Lakimiesliiton kustannus 2013.

Knuts, Mårten – Kanervo, Joel: Arvopaperimarkkinoiden sääntely. Teoksessa: Villa, Seppo – Airaksinen, Manne – Alén-Savikko, Anette – Bärlund, Johan – Jauhiainen, Jyrki – Kaisan- lahti, Timo –Kanervo, Joel – Knuts, Mårten – Kuoppamäki, Petri – Kymäläinen, Seppo – Mähönen, Jukka – Pihlajarinne, Taina – Raitio, Juha – Viitanen, Klaus: Yritysoikeus. Neljäs, uudistettu painos. Helsinki 2020

Nasdaq: Pörssin säännöt osakkeiden liikkeeseenlaskijoille.

Nasdaq Helsinki Oy: Pörssin sisäpiiriohje.

Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum 2014.

Turtiainen, Matti, Mitä on sisäpiiritieto? Defensor legis 2/2022, s. 525–545.

Turtiainen, Matti, Sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ja tulosvaroitus. Defensor legis 3/2022, s. 794–814.