

HALLITUSMATERIAALIN JAKAMINEN AVUSTAJALLE SISÄPIIRISÄÄNTELYN NÄKÖKULMASTA

1 Johdanto

Hallitustyön vaativuus varsinkin isoissa pörssiyhtiöissä on lisääntynyt. Suomessa on hiljattain käyty keskustelua siitä, voisiko liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsen pyytää asiantuntija-apua ulkopuoliselta ja tässä tarkoituksessa jakaa hallitusmateriaalia kyseiselle avustajana toimivalle taholle. Keskustelun taustalla oleva keskeinen oikeudellinen kysymys koskee sitä, voiko yksittäinen hallituksen jäsen osakeyhtiöoikeuden ja sisäpiirisääntelyn näkökulmasta luovuttaa hallitustietoa yhtiön ulkopuoliselle avustajalle, joka tyypillisesti olisi asianomaisen hallituksen jäsenen nimenneen osakkeenomistajan organisaatioon kuuluva taho. Suomessa on perinteisesti suhtauduttu pidättyväisesti tällaiseen yhtiötä koskevien tietojen luovuttamiseen yksittäiselle osakkeenomistajalle, mikäli kyseinen tieto ei ole kaikkien sijoittajien saatavilla.¹ Lisäksi sisäpiirisääntelyn asettamien rajoitusten johdosta on katsottu, ettei yksittäinen hallituksen jäsen voi-

si luovuttaa sisäpiiritietoa yhtiön osakkeenomistajalle. *Airaksinen, Villa ja Stepanoff* ovat kesällä 2017 julkaisemassaan oikeustieteellisessä artikkelissa kuitenkin esittäneet, että hallitustiedon luovuttaminen osakkeenomistajalle voi olla yhtiön edun mukaista parantamalla hallitustyöskentelyn laatua ja että kaksisuuntainen tiedonvaihto hallituksen jäsenen ja osakkeenomistajan välillä voisi osakeyhtiöoikeudellisesta näkökulmasta tarkasteltuna olla mahdollista.² Sen sijaan kysymys sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuudesta on jäänyt vielä avoimeksi.

Sisäpiirisääntely pohjautuu keskeisesti 3.7.2016 suoraan sovellettavaksi tulleeseen markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (MAR)³. MAR:n keskeisenä tavoitteena on taata rahoitusmarkkinoiden luotettavuus, edistää sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaa luottamusta ja turvata sijoittajien yhdenvertainen kohtelu.⁴ MAR 14 artiklassa säädetään sisäpiiritiedon väärinkäyttökielloista eli sisäpiirikauppoja ja sisäpiiritiedon laitonta ilmai-

¹ Ks. Suomen hallinnointikoodi 2015 s. 12.

² *Airaksinen, Manne – Villa, Seppo – Stepanoff, Maaret*: Avustajien käyttäminen hallitustyössä – hallitustiedon luovuttaminen kolmannelle. Liikejuridiikka 2017/2 s. 8–41. Ks. myös *Lindholm, Tomas* teoksessa Suomela, Eero: Hallitus ja Corporate Governance – Näkökulmia yrityksen hyvään hallintoon. Helsinki 2010 s. 119–120, joka on myös esittänyt, että tiedon antaminen osakkeenomistajille voisi olla mahdollista tietyin rajoituksin.

³ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/124/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta.

⁴ MAR:n johdanto-osan 2. ja 24. perustelukappale.

semistä koskevasta kiellosta. Sisäpiiritiedon ilmaiseminen ei ole kuitenkaan MAR:n mukaan kiellettyä, mikäli ilmaiseminen tapahtuu *osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista*.⁵ Käytännössä kyseinen ilmaisukiellon poikkeus on altis tulkinnalle. Tämän kirjoituksen tarkoituksena on näin ollen selvittää, voiko hallituksen jäsen laillisesti ilmaista sisäpiiritietoa liikkeeseenlaskijan osakkeenomistajalle tai tämän organisaatioon kuulvalle henkilölle sekä mitä edellytyksiä ja rajoituksia soveltuva sisäpiirisääntely asettaa sisäpiiritiedon sallitulle ilmaisemiselle kyseisessä tilanteessa.⁶

Aluksi kirjoituksessa tarkastellaan lyhyesti tietojen luovuttamista yleisesti osakeyhtiöoikeuden näkökulmasta. Tämän pohjalta esitellään hallitustietojen luovuttamisessa sovellettava perusmalli, jonka sisäpiirisääntelymukaisuutta (sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen tulkintaa) kirjoituksessa tarkastellaan. Taustaoletuksena sisäpiiritiedon ilmaisukiellon tarkastelussa on se, että ilmaiseminen on liikkeeseenlaskijan edun mukaista tuottaen sille lisäarvoa ja Suomen osakeyhtiöoikeuden mukaan sallittua. Osakeyhtiöoikeuden tarkastelun jälkeen systematisoidaan sisäpiiritiedon määritelmä, jonka osalta keskitytään erityisesti sisäpiiritiedon täsmällisyys- ja olennaisuuskriteeriin sekä sisäpiiritiedon arviointiin käytännössä ennen hallitustietojen luovuttamista. Tämän jälkeen tarkastellaan sisäpiiritiedon ilmaisukiellon ja sen poikkeuksen sisältöä sekä esitetyn mallin mukaisesti tapahtuvan sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuutta. Lopuksi esitetään keskeiset johtopäätökset.

2 Hallitustietojen luovuttaminen

2.1 Yleistä osakeyhtiöoikeudellisista periaatteista

Hallitustyö edellyttää hallituksen jäseneltä riittävää ja monipuolista osaamista sekä huomattavaa työpanosta.⁷ Yhtiön johdon huolellisuusvelvollisuudesta säädetään osakeyhtiölain (624/2006) muutoksineen, OYL) 1 luvun 8 §:ssä. Säännöksen mukaisesti hallituksen jäsenen on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua, jolloin hallituksen jäsenen velvollisuutena on ensinnäkin toimia tehtävässään huolellisesti. Yleisesti ottaen huolellisuuden vaatimuksen voidaan katsoa täyttyvän, mikäli ratkaisun taustaksi on hankittu kyseisessä tilanteessa tarpeellinen tieto, jonka perusteella johdonmukainen päätös tai muu toimi on tehty. Lisäksi edellytyksenä on, ettei tällaisen päätöksen tai muun toimen tekoon ole vaikuttanut johdon jäsenten eturistiriidat. Huolellisuuden vaatimuksen voidaan katsoa korostuvan asiaan liittyvien riskien kasvaessa.⁸ Käytännössä hallituksen jäsen ei kuitenkaan usein pysty hallitsemaan kaikkia yrityselämän osa-alueita, minkä lisäksi inhimillisen suorituskyvyn rajallisuus rajoittaa jäsenen mahdollisuutta valistuneeseen mielipiteiden vaihtoon hallituksessa. Oikeuskirjallisuudessa on ehdotettu ratkaisuna tähän vastakkainaseteluun sitä, että hallituksen jäsen voisi käyttää tehtäviensä hoitamisessa avustajaa, mikä tehostaisi hallituksen työskentelyä kokonaisuutena sekä edistäisi yhtiön ja kaikkien osakkeenomistajien etua. Käytännössä tällainen avustaja voisi tyypil-

⁵ MAR 10(1) artikla.

⁶ Rajoitetun pituuden vuoksi tässä kirjoituksessa tarkastellaan ainoastaan hallituksen jäsenen tai hallituksen toimesta tapahtuvaa sisäpiiritiedon ilmaisemista hallituksen jäsenen taustavoimiin kuulvalle osakkeenomistajalle tai tämän organisaatioon kuulvalle taholle. Sinänsä ei ole kuitenkaan poissuljettua, että hallituksen jäsenen avustajana voisi toimia muu kuin liikkeeseenlaskijan osakkeenomistaja tai tämän organisaatioon kuuluva taho.

⁷ Ks. Suomen hallinnointikoodi 2015 suosituksen 8 perustelut s. 22.

⁸ HE 109/2005 vp eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi s. 41. Ks. *Airaksinen – Villa – Stepanoff* 2017 s. 24, jotka ovat tämän yhteydessä esittäneet, että hallituksen jäsenellä saattaisi olla jopa erityinen velvollisuus käyttää taustayhteisöä oman osaamisensa lisäämiseksi.

lisesti olla asianomaisen hallituksen jäsenen nimenneen merkittävän osakkeenomistajan eli niin sanottu taustayhteisön palveluksessa oleva asiantuntija.⁹

Toisaalta OYL 1:8 sisältää johdon lojaliteettivelvollisuuden (yhtiön edun mukaisesti toimiminen) yhtiötä ja sen osakkeenomistajia kohtaan. Yhtiön edun on katsottu tarkoittavan yhtiön kaikkien osakkeenomistajien etua, joten johtoon kuuluva ei saa edistää vain tiettyjen osakkeenomistajien etua.¹⁰ Lojaliteettivelvollisuuden kautta tarkastellaan myös hallituksen jäsenen salassapitovelvollisuutta. OYL ei sisällä hallituksen jäsenille asetettua nimenomaista salassapitovelvollisuutta. Lisäksi tietojen luovuttamisessa taustayhteisölle on huomioitava osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu.¹¹ OYL 1:7:n yleislausekkeen mukaan on kiellettyä tehdä päätöstä tai ryhtyä toimeen, joka on omiaan tuottamaan osakkeenomistajalle tai muulle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella.

Suomessa on viitattu erityisesti edellä mainittujen osakeyhtiöoikeudellisen yhdenvertaisuusperiaatteen sekä johdon lojaliteettivelvollisuuden asettamiin rajoituksiin koskien yhtiötä koskevien tietojen antamista ja vastaanottamista. Lisäksi kilpailuoikeudellisten näkökohtien, yritysalaisuuden rikkomisrikoksen ja sisäpiirisääntelyn on nähty rajoittavan mahdollisuutta tietojen vaihtoon.¹²

2.2 Hallitustietojen luovuttamisessa sovellettava malli

Airaksinen, Villa ja Stepanoff ovat artikkelissaan suorittaman osakeyhtiö- ja rikosoikeudellisen tarkastelun pohjaksi kehittäneet perustapauksen, jonka mukaan ”(i) yksittäinen hallituksen jäsen

(ii) luovuttaa hallitustietoa (iii) sisäpiiritietoa lukuun ottamatta (iv) taustayhteisölle tai muulle henkilölle, joka antaa osaamisensa hallituksen jäsenen käyttöön ja joka (v) ei käy kauppaa yhtiön arvopapereilla (vi) eikä harjoita yhtiön kanssa kilpailevaa toimintaa, ja lopputuloksena (vii) hallituksen jäsenen valmiudet käsitellä tietoa ja toimia hallituksen jäsenenä paranevat”. Tämän perustapauksen pohjalta he ovat esittäneet, että tietojen luovuttaminen ei olisi lojaliteettivelvollisuuden vastaista, koska tiedon luovuttamisen tarkoituksena on parantaa hallitustyön laatua ja edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua. Tiedon luottamuksellisuudesta on kuitenkin huolehdittava. Koska tiedon luovuttamisen tarkoituksena on edistää yhtiön ja sen kaikkien osakkeenomistajien etua, ei tiedon luovuttaminen ole myöskään vastoin yhdenvertaisuusperiaatetta.¹³

Yllä esitetyn perustapauksen taustaoletuksena (iii) on kuitenkin se, että hallituksen jäsen ei luovuta sisäpiiritietoa, minkä johdosta sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevat rajoitukset on jätetty yksityiskohtaisemman tarkastelun ulkopuolelle. Hallitustietoja luovutettaessa on kuitenkin joka tapauksessa tärkeää kiinnittää huomiota siihen, onko luovutettava tieto sisäpiiritietoa vai ainoastaan luottamuksellista tietoa. Lisäksi käytännössä voi syntyä tarve luovuttaa myös sisäpiiritiedoksi luokiteltavaa informaatiota. Mikäli hallitustietojen luovuttaminen taustayhteisölle on osakeyhtiöoikeuden mukaisesti mahdollista, on tehokkaan hallitustyöskentelyn kannalta tarpeen tarkastella erikseen sitä, voidaanko taustayhteisölle tai tämän organisaatioon kuuluvalla taholla laillisesti ilmaista myös sisäpiiritietoa ja mitä rajoituksia ja edellytyksiä soveltuva sisäpiirisääntely asettaa sallitulle ilmaisemiselle. Tämän johdosta tässä kirjoi-

⁹ *Airaksinen – Villa – Stepanoff* 2017 s. 10–15.

¹⁰ HE 109/2005 s. 42; *Mähönen, Jukka – Villa, Seppo*: Osakeyhtiö I – Yleiset opit. 3., uudistettu painos. Helsinki 2015 s. 376 ja *Airaksinen, Manne – Pulkkinen, Pekka – Rasinaho, Vesa*: Osakeyhtiölaki I. 2., uudistettu painos. Helsinki 2010 s. 47–49.

¹¹ *Airaksinen – Villa – Stepanoff* 2017 s. 24–25.

¹² Ks. Suomen hallinnointikoodi 2015 s. 12. Sen sijaan Ruotsissa ja muissa Pohjoismaissa avustajien käyttämiseen on suhtauduttu hyväksyvästi. Ks. kootusti Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa sovellettavista tehokkuutta edistävästä malleista *Airaksinen – Villa – Stepanoff* 2017 s. 17–23.

¹³ *Airaksinen – Villa – Stepanoff* 2017 s. 16, 23–26 ja 36–37.

tuksessa tarkastellaan MAR:n sisäpiiritiedon ilmaisemiselle asettamia rajoituksia.

Tarkastelumme pohjaksi olemme kehittäneet *Airaksisen, Villan ja Stepanoffin* esittämän perustapauksen pohjalta perusmallin, jonka mukaisesti hallitustietoja, mukaan lukien sisäpiiritietoa, voitaisiin jakaa taustayhteisölle pörssiyhtiön, sen hallituksen jäsenen ja osakkeenomistajan kannalta käytännössä sujuvalla tavalla huomioon ottaen myös MAR:n asettamat rajoitukset. Ehdotetun mallin mukaan pörssiyhtiön hallitus voisi ensinnäkin päättää antaa (i) yksittäiselle hallituksen jäsenelle (ii) oikeuden luovuttaa hallitustietoa (iii) mukaan lukien valikoidusti sisäpiiritietoa ja yrityssalaisuuksia (iv) hallituksen nimenomaisella suostumuksella koskien sisäpiiritietoa (v) taustayhteisölle, joka antaa osaamisensa hallituksen jäsenen käyttöön, ja joka (vi) ei käy kauppaa yhtiön rahoitusvälineillä, jos taustayhteisön hallussa on sisäpiiritietoa (vii) eikä harjoita yhtiön kanssa kilpailevaa toimintaa, ja lopputuloksena (viii) hallituksen jäsenen valmiudet käsitellä tietoa ja toimia hallituksen jäsenenä

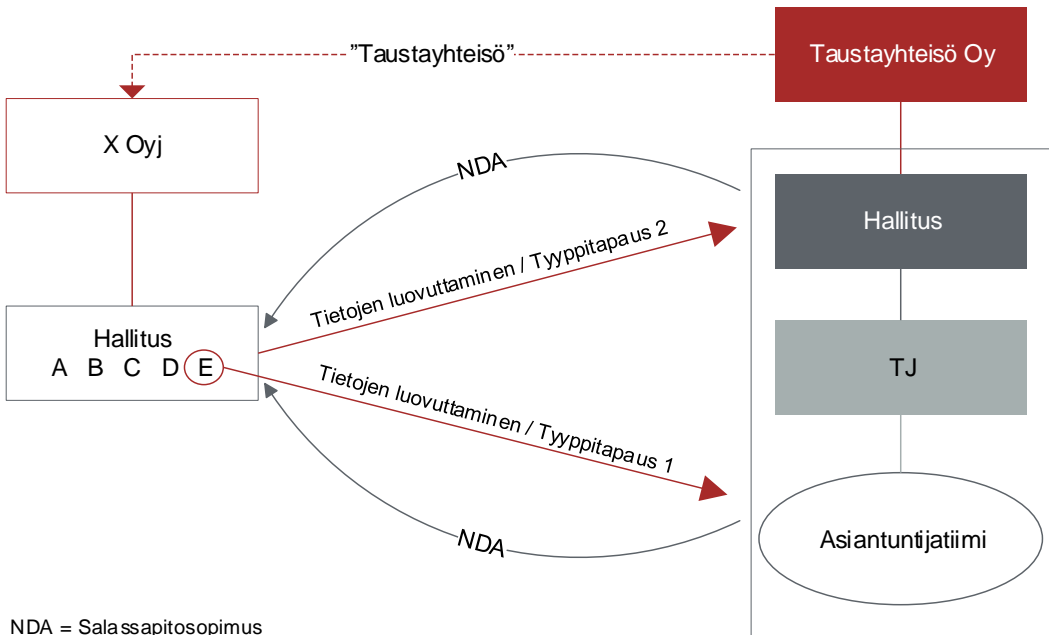
paranevat (tyyppitapaus 1). Tämän lisäksi hallitus voisi päättää antaa hallitustietoa taustayhteisölle siinä tarkoituksessa, että selvitetään taustayhteisön kanta johonkin tiettyyn kysymykseen (tyyppitapaus 2).¹⁴ Taustayhteisöllä tarkoitetaan tässä yhteydessä liikkeeseenlaskijan osakkeenomistajaa, joka hallitsee merkittävää äänimäärää ja voi sillä vaikuttaa hallitusvalintoihin nimeämällä yhden tai useamman hallituksen jäsenehdokkaan, joka käytännössä tulee myös valituksi.

Mallia voidaan kuvata alla olevassa kuviossa esitetyllä tavalla.

3 Sisäpiiritiedon arvioiminen

3.1 Yleistä

Markkinoiden toimivuus edellyttää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan. Sisäpiiritiedon väärinkäyttö vähentää merkittävästi sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan heikentäen siten myös markkinoiden tehokkuutta.¹⁵



NDA = Salassapitosopimus

¹⁴ Lähtökohtaisesti liikkeeseenlaskijan hallitus tekee nimenomaisen päätöksen tietojen luovuttamisen perusmallista.

¹⁵ MAR:n johdanto-osan 1.–2. ja 23. perustelukappale. Ks. myös *Avgouleas, Emilios*: The mechanics and regulation of market abuse – A legal and economic analysis. Oxford 2005 s. 4.

Sisäpiiritiedon väärinkäyttösääntelyn keskeisenä tavoitteena onkin sijoittajien luottamuksen turvaaminen. Sijoittajien luottamuksen ylläpitämiseksi ja arvopaperimarkkinoiden toimivuuden takaamiseksi on tärkeää, että sijoittajia kohdellaan yhdenvertaisesti ja suojataan sisäpiiritiedon perusteettomalta käytöltä.¹⁶

Tämän johdosta sisäpiiritiedon käsitteellä pyritään määrittelemään se tiedollinen etumatka, jonka käyttäminen arvopaperimarkkinoilla on kiellettyä. Sisäpiiritieto asettaa sitä hallussaan pitävälle toimijoille toimintakieltoja, joilla pyritään estämään sisäpiiritiedon kielletty käyttö markkinoiden vahingoksi.¹⁷ MAR 14 artiklan mukaiset sisäpiiritiedon määritelmään liittyvät toimintakiellot ovat MAR 8 artiklassa tarkemmin määritelty sisäpiirikauppojen kielto sekä MAR 10 artiklassa määritelty sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen (ilmaisukielto). Toimintakieltojen lisäksi sisäpiiritieto asettaa myös toimintavelvoitteita, kuten sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus ja velvollisuus ylläpitää sisäpiiriluetteloita. MAR 17(1) artiklan mukaan liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa sitä suoraan koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian. Sisäpiiritietoon kohdistuvalla julkistamisvelvollisuudella pyritään

tasapainottamaan markkinoilla olevaa informaatioepätasapainoa saattamalla olennainen ei-julkinen tieto sijoittajien saataville, minkä lisäksi julkistamisvelvollisuuden on katsottu osaltaan ennaltaehkäisevän myös sisäpiirikauppoja.¹⁸ MAR:n mukaisesti sisäpiiritiedon syntyhetki määrittää sekä sisäpiiritiedon väärinkäyttökieltojen että julkistamisvelvollisuuden syntyhetken, minkä johdosta sisäpiiritiedon määritelmällä on niin kutsuttu *kaksois-funktio*.¹⁹ Sisäpiiritiedon täyttymisen oikea arviointi on siten keskeistä liikkeeseenlaskijan julkistamisvelvollisuuden ja sisäpiiritietoon liittyvien väärinkäyttökieltojen osalta. MAR 7(1) artiklan (a) kohdan mukaan sisäpiiritieto on:

”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.”

Sisäpiiritiedon määritelmän voidaan katsoa koostuvan siten neljästä osatekijästä. Kvalifioitukseen sisäpiiritiedoksi, tiedon on oltava täsmällistä ja julkistamatonta²⁰, sen on liityttävä liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, minkä lisäksi

¹⁶ Ks. MAR:n johdanto-osan 24. perustelukappale.

¹⁷ Parkkonen, Jarmo – Knuts, Märten: Arvopaperimarkkinlaki. Helsinki 2014 s. 318–319. Sisäpiiritiedon tuottaman tiedollisen etumatkan käyttäminen tapahtuisi muiden sijoittajien kustannuksella, mikä horjuttaisi sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaa luottamusta.

¹⁸ MAR:n johdanto-osan 49. perustelukappale ja Lau Hansen, Jesper: The Hammer and the Saw – a Short Critique of the Disclosure Regime in the Recent Compromise Proposal for Market Abuse Regulation. Nordic & European Company Law Working Paper 2012, No. 10–35 s. 1–12, s. 5–6. Lau Hansen kuitenkin korostaa, että sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuden keskeisenä tarkoituksena ei ole sisäpiirikauppojen estäminen, vaan sijoittajien informoiminen. Ks. myös Lau Hansen, Jesper: Say when: When must an issuer disclose inside information? Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28 s. 1–29, s. 4–5.

¹⁹ Veil, Rüdiger: European Capital Markets Law. Second Edition. Oxford 2017 s. 195; Lau Hansen, Jesper: Market Abuse Case Law – Where Do We Stand With MAR? European Company and Financial Law Review 2017, Volume 14, Issue 2 s. 367–390, s. 382 (Lau Hansen 2017a) ja Lau Hansen 2016 s. 26–29. Ks. myös Finanssivalvonnan Markkinat -tiedotteet 1/2015 s. 2–3 ja 1/2017 s. 2, joissa selvennetään, että julkistamisvelvollisuus syntyy sisäpiiritiedon syntyhetkellä. Samoin myös velvoite laatia sisäpiiriluettelo alkaa sisäpiiritiedon syntyhetkestä, mikäli edellytykset sisäpiiritiedon julkistamisen lykkäämiselle ovat olemassa.

²⁰ MAR:ssa käytetään sisäpiiritiedon määritelmän kohdalla termiä ”julkistamaton”. Sanamuodosta huolimatta voidaan kuitenkin katsoa, että julkistamattomuusedellytyksellä tarkoitetaan tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka ei muuten ole ollut markkinoilla saatavissa. Ks. Lau Hansen, Jesper: Issuer’s duty to disclose inside information. ERA Forum, April 2017, Volume 18, Issue 1 s. 21–39, s. 24–26 (Lau Hansen 2017b); Parkkonen – Knuts 2014 s. 326–334 ja Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinlaki. Helsinki 2013 s. 401–405 ja Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990 s. 183. Ks. myös Sedbom, Sakari: Sisäpiiritiedon määritelmä ja sisäpiiritiedon määrittäminen yritysjärjestelyissä. Lakimies 6/2017 s. 838–863, s. 841 alaviite 10, joka käyttää termiä ”julkiseksitulematon”, jotta termi ilmaisisi sääntelyn tarkoituksen tarkemmin.

si sillä on oltava huomattava vaikutus rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan. Koska tiedon täsmällisyyden ja olennaisuuden arviointiin liittyy käytännössä usein avoimuutta ja tulkinnanvaraisuutta, jäsennetään tässä luvussa sisäpiiritiedon täsmällisyys- ja olennaisuuskriteerin keskeisin sisältö ennen kuin tarkastellaan sisäpiiritiedon arvioimista käytännössä ennen tietojen luovuttamista. Rajoitetun pituuden vuoksi kirjoituksessa luodaan ainoastaan yleiskatsaus täsmällisyys- ja olennaisuuskriteerin keskeiseen sisältöön. Sinänsä on kuitenkin syytä huomioida, että MAR ei ole tuonut muutosta täsmällisyys- ja olennaisuuskriteerin arviointiin aiemmin voimassa olevaan sääntelyyn verrattuna.²¹

Sisäpiiritieto voidaan luokitella liikkeeseenlaskijatiedoksi, markkinatiedoksi ja itsetiedoksi. Liikkeeseenlaskijatieto on liikkeeseenlaskijalta peräisin olevaa ja liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvää tietoa, kun taas markkinatieto liittyy välillisesti liikkeeseenlaskijaan eikä ole peräisin liikkeeseenlaskijasta. Itsetiedolla tarkoitetaan puolestaan toimijan tietoa omista toimistaan.²² Koska tyyppitapaukset koskevat liikkeeseenlaskijan hallitustietojen luovuttamista, on niiden mukaisesti luovutettava sisäpiiritieto siten pääsääntöisesti liikkeeseenlaskijaan välittömästi liittyvää tietoa, minkä johdosta kirjoituksen tarkastelun kohteena on nimenomaan liikkeeseenlaskijatieto.

3.2 Täsmällisyys ja olennaisuus

3.2.1 Tiedon täsmällisyys

Sisäpiiritiedon on oltava täsmällistä. Täsmällisyyskriteeri asettaa tiedolle lisävaatimuksen, jonka tarkoituksena on rajata sisäpiiritiedon määritelmän ulkopuolelle liian epävarma informaatio, joka ei synnytä sisäpiiritiedon määritelmän tarkoittamaa tiedollista etumatkaa suhteessa muihin markkina-toimijoihin.²³ Täsmällisyyskriteerin yksityiskohdaisempi sisältö määritellään MAR 7(2) artiklassa:

”[...] tiedon katsotaan olevan luonteeltaan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, edellyttäen että se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten, kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien hyödykkeitä koskevien spot-sopimusten tai päästöoikeuksiin perustuvien huutokauppatuotteiden hintoihin.”

Sisäpiiritiedon täsmällisyyskriteeri edellyttää siten, että tieto on (i) *täsmällistä* ja (ii) *riittävän tarkkaa*. Euroopan unionin tuomioistuin (EUT) on aiemmin jäsenvaltioissa kansallisesti implementoidun markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (MAD)²⁴ aikana antamassaan niin sanotussa Geltl-ratkaisussa²⁵ ottanut kantaa sisäpiiritiedon täsmällisyyskriteerin ensimmäiseen osatekijään. Geltl-ratkaisu on vaikuttanut myös MAR:n sisältöön – MAR 7(2)

²¹ Ks. Finanssivalvonnan Markkinat -tiedote 1/2017 s. 2.

²² *Knuts, Märten*: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki 2011 s. 32–45 sekä MAR 9(5) artikla koskien itsetietoa ja MAR 17(1) artikla koskien liikkeeseenlaskijatietoa. Ks. myös CESR/06-562b Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the Market July 2007 kohdat 1.15 ja 1.16 ja *Di Noia, Carmine – Gargantini, Matteo*: Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime. European Company and Financial Law Review 2012, Volume 9, Issue 4 s. 484–529, s. 493.

²³ *Knuts* 2011 s. 46.

²⁴ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2003/6/EY, annettu 28 päivänä tammikuuta 2003, sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö).

²⁵ EUT asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG, annettu 28.6.2012.

artiklan mukaan pitkäkestoisissa menettelyissä täsmälliseksi tiedoksi voidaan katsoa tulevat olosuhteet tai tuleva tapahtuma sekä kyseisen menettelyn välivaihe, mikä vastaa Geltl-ratkaisussa tehtyjä linjauksia. Lisäksi MAR 7(3) artiklassa täsmennetään, että pitkäkestoisen menettelyn välivaihe on sisäpiiritietoa, mikäli kyseistä välivaihetta koskeva tieto täyttää sisäpiiritiedon kriteerit, mikä on myös yhdenmukainen EUT:n tekemien linjausten kanssa.²⁶

Edellä mainittujen seikkojen lisäksi Geltl-tapaüksessa EUT otti kantaa siihen, mitä täsmällisyyskriteerin edellytys ”voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan” tarkoittaa eli minkälaista todennäköisyyttä olosuhteilta tai tapahtuman toteutumiselta edellytetään. EUT:n mukaan kyseisellä edellytyksellä viitataan olosuhteisiin tai tapahtumiin, joiden osalta on jo tiedossa olevien osatekijöiden kokonaisvaltaisen arvioinnin perusteella ilmeistä, että niiden ilmenemiselle tai toteutumiselle on olemassa todellinen mahdollisuus (engl. *realistic prospect*). Olosuhteiden tai tapahtumien ilmenemiseltä tai toteutumiselta edellytettävän todennäköisyyden ei tarvitse olla suuri.²⁷ Tiedon täsmällisyyttä on perusteltua arvioida aina tapauskohtaisesti kyseessä olevan tiedon luonne ja konteksti huomioiden.²⁸ Sisäpiiritiedon arvioinnissa on siten korostuneessa asemassa sisäpiirisääntelyn tarkoitus, joka tarkoittaa erityisesti sijoittajien luottamuksen turvaamista sekä sijoittajien suojaamista sisäpiirikaupoilta. Arvioinnissa on siten tärkeää huomioda sisäpiiritiedon määritelmän funktio eli tuottaako kyseinen

informaatio tiedollisen etumatkan suhteessa muihin markkinatoimijoihin.

Tämän lisäksi EUT linjasi, että täsmällisyyskriteerin vaatimusta ”voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan” ei tule tulkita niin, että olosuhteiden tai tapahtuman hintavaikutuksen laajuus olisi otettava huomioon, vaan tiedon täsmällisyys ja olenaisuus ovat kummatkin itsenäisiä kriteerejä, joita olisi tarkasteltava erikseen sisäpiiritiedon määritelmässä.²⁹ EUT täsmensi vuonna 2015 antamassaan Lafonta-ratkaisussa, että tiedon on kuitenkin oltava riittävän konkreettista tai erityistä, jotta sen perusteella voidaan arvioida, onko tiedolla todennäköisesti vaikutusta rahoitusvälineiden hintaan.³⁰

Toiseksi, sisäpiiritiedon täsmällisyyskriteeri edellyttää sitä, että tieto on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös tiedon mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineen hintaan.³¹ Tämä ei kuitenkaan edellytä, että tiedosta olisi etukäteen voitava riittävällä todennäköisyydellä päätellä tiedon mahdollisesti aiheuttaman hintavaikutuksen suunta.³² Perinteisesti tietoa on voitu pitää riittävän tarkkana ensiksikin silloin, kun järkevä sijoittaja voisi tehdä kyseisen liiketoimen ilman taloudellista riskiä tai ainakin hyvin alhaisella taloudellisella riskillä. Lisäksi tieto voi olla riittävän tarkkaa, mikäli sitä todennäköisesti käytettäisiin välittömästi hyväksi markkinoilla.³³ Sisäpiiritiedon täsmällisyyskriteerin tarkoituksena on rajata sisäpiiritiedon määritelmän ulkopuolelle ainoastaan epämääräiset tai yleiset tiedot, joiden perusteella ei

²⁶ Tämän yhteydessä on kuitenkin aiheellista huomioda, että MAR:n aikana Geltl-ratkaisun painoarvoa oikeuslähteenä voi sinänsä rajoittaa se, että MAR on suoraan sovellettavaa EU-lainsäädäntöä, kun taas kyseinen tuomio on perustunut kansallisesti implementoidun MAD:n tulkintaan. Koska MAR:ssa on kuitenkin omaksuttu EUT:n Geltl-ratkaisussa tekemiä linjauksia ja koska sisäpiiritiedon määritelmässä ja sääntelyn tarkoituksessa ei ole tämän osalta tapahtunut merkittäviä muutoksia, on Geltl-ratkaisua perusteltua käyttää myös MAR:n aikana sisäpiiritiedon määritelmän osalta yhtenä oikeuslähteenä. Ks. myös *Lau Hansen* 2017a s. s. 389–390.

²⁷ EUT asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG kohdat 46–56.

²⁸ CESR/06-562b kohta 1.5.

²⁹ EUT asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG kohdat 50–56.

³⁰ EUT asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité de marchés financiers (AMF), annettu 11.3.2015 kohta 31.

³¹ MAR 7(2) artikla.

³² EUT asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. AMF kohdat 38–39 ja Finanssivalvonnan Markkinat -tiedote 1/2017 s. 2.

³³ CESR/06-562b kohta 1.8.

voida tehdä mitään johtopäätöksiä niiden mahdollisesta hintavaikutuksesta.³⁴ Täsmällisyyskriteerin tarkoituksena on varmistaa, etteivät pelkät huhut ja spekulatiot kuulu sisäpiiritiedon määritelmään.³⁵

3.2.2 Tiedon olennaisuus

Ollakseen sisäpiiritietoa edellytetään, että tiedolla olisi julkistettaessa todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusvälineen hintaan (tiedon olennaisuus). MAR 7(4) artiklassa täsmennetään, että kyseisellä edellytyksellä tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. MAR 7(4) artiklan mukaisesti tiedon olennaisuutta arvioidaan järkevän sijoittajan näkökulmasta, ja aseuksen myötä niin sanottu järkevän sijoittajan testi (engl. *reasonable investor test*) on tullut suoraan sovellettavaksi oikeudeksi.³⁶

Järkevästi toimivalla sijoittajalla tarkoitetaan huolellista ja asiantuntevaa sijoittajaa, joka tekee sijoituspäätöksensä saatavilla olevien tietojen perusteella. Olennaisuuskriteeri edellyttää, että tieto olisi merkityksellistä vaikuttaen toimijan tekemään sijoituspäätökseen, jolloin kriteerillä rajataan sisäpiiritiedon ulkopuolelle tieto, joka ei ole riittävän merkityksellistä.³⁷ Arvioitaessa sitä, ottaisiko järkevästi toimiva sijoittaja tietyn tiedon todennäköi-

sesti huomioon sijoituspäätöstä tehdessään, on arvioinnin lähtökohtana oltava ennen päätöksentekoa saatavilla olevat tiedot, jolloin arviointi tehdään *ex ante* -näkökulmasta. Toisaalta myös päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää arvioitaessa sitä, onko tieto ollut olennaista ennen päätöksentekohetkeä.³⁸

Olennaisuuskriteerin voidaan katsoa edellyttävän ensinnäkin *tiedon vaikutuksen olennaisuuden* arviointia. On syytä korostaa, että tiedon olennaisuusarviointi on tehtävä kokonaisarviointina. Arvioinnissa on huomioitava tiedon oletettavissa olevat vaikutukset, ja niitä on tarkasteltava liikkeeseenlaskijan koko toimintaa vasten ottaen huomioon tietolähteen luotettavuus ja kaikki muut markkinatekijät, jotka todennäköisesti vaikuttavat kyseiseen rahoitusvälineeseen.³⁹ Olennaisuutta on arvioitava kyseessä olevan tiedon sisällön ja asiayhteyden kontekstissa. Olennaisuudelle ei voida kuitenkaan asettaa prosentuaalista rajaa. Hinnanmuutokseen voivat vaikuttaa muun muassa asianomaisen rahoitusvälineen likviditeetti, rahoitusvälineen tyyppi, yhtiön toimiala ja yleinen markkinatilanne. Olennaisuus ei myöskään edellytä tosiasiallista kurssi-vaikutusta.⁴⁰ Tämän lisäksi olennaisuuskriteeri edellyttää, että järkevästi toimiva sijoittaja *todennäköisesti* käyttäisi kyseistä tietoa sijoituspäätöksensä perusteena. Olennaisuuskriteeri edellyttää

³⁴ EUT asia C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. AMF kohta 31.

³⁵ *Moloney, Niamh*: EU Securities and Financial Markets Regulation. Third Edition. Oxford 2014 s. 720; *Knuts* 2011 s. 46 ja *Annola, Vesa*: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupassa. Turku 2005 s. 287–289. Huhuilla on myös yhteys liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuteen, ks. MAR 17(7) artikla ja *Di Noia, Carmine – Milič, Mateja – Spatola, Paola*: Issuers obligations under the new Market Abuse Regulation and the proposed ESMA guideline regime: a brief overview. Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2014, Volume 26, Issue 2 s. 96–107, s. 102.

³⁶ Ks. *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 336–337 ja CESR/06-562b kohta 1.11.

³⁷ MAR:n johdanto-osan 14. perustelukappale; *Häyrynen – Kajala* 2013 s. 414–415; *Häyrynen, Janne*: Pörsshiväärinkäytökset. Helsinki 2009 s. 128–129 ja *Knuts* 2011 s. 84–85.

³⁸ MAR:n johdanto-osan 14. ja 15. perustelukappale. MAR:n johdanto-osan 15. perustelukappaleen mukaan: ”Päätöksenteon jälkeen saatavilla olevia tietoja voidaan käyttää testattaessa olettaen, jonka mukaan ennen päätöksentekoa saatavilla olleet tiedot ovat vaikuttaneet hintaan. Tätä ei pitäisi käyttää sellaisia henkilöjä vastaan, jotka ovat tehneet ennen päätöksentekoa saatavilla olleiden tietojen perusteella harkittuja johtopäätöksiä.” Ks. myös *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 334–339 ja *Häyrynen – Kajala* 2013 s. 411–419.

³⁹ MAR:n johdanto-osan 14. perustelukappale ja *Häyrynen – Kajala* 2013 s. 411. Ks. myös KKO 2013:53 kohta 14, jossa korostetaan kokonaisarvioinnin suorittamista.

⁴⁰ *Häyrynen – Kajala* 2013 s. 412–414 ja EUT asia C-45/08, Spector Photo Group NV ja Chris Van Raemdonck v. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), annettu 23.12.2009 kohta 69. Ks. myös CESR/06-562b kohta 1.14.

näin ollen myös todennäköisyysarviointia. Tapah-
tuman vaikutuksen suuruuden lisäksi järkevästi
toimivien sijoittajien voidaan katsoa huomioivan,
miten todennäköinen kyseisen tapahtuman toteu-
tuminen on.⁴¹

3.3 Sisäpiiritiedon arvioiminen ennen hallitustietojen luovuttamista

Mikäli liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsen tai hal-
litus aikoo luovuttaa tyyppitapausten mukaisesti
luottamuksellista tietoa taustayhteisölle, on tärke-
ää ennen tiedon luovuttamista kiinnittää huomiota
siihen, onko luovutettava tieto sisäpiiritietoa vai ei.
Ilmaistavan tiedon luonne vaikuttaa keskeisesti
siihen, millä tavalla ja millä edellytyksillä kysei-
stä tietoa voidaan luovuttaa taustayhteisölle.

Tyyppitapausten mukaisesti ilmaistava tieto on
lähtökohtaisesti kyseistä liikkeeseenlaskijaa suoraan
koskevaa tietoa. Mikäli tällainen tieto on sisäpiiri-
tietoa, on siten lähtökohtaisesti kyse tilanteesta,
jossa liikkeeseenlaskija on tehnyt MAR 17(4) artik-
lan mukaisen julkistamisen lykkäämispäätöksen.
Liikkeeseenlaskijan on tällaisessa tilanteessa tullut
perustaa asiasta sisäpiirihanke ja hankekohtainen
sisäpiiriluettelo. Tällöin olettamana on, että kysei-
nen tieto on sisäpiiritietoa, jolloin luovuttamisessa
on huomioitava MAR:n asettamat rajoitukset ja
edellytykset. Näin ollen tiedon luonteen arvioinnin
lähtökohdan muodostaa käytännössä se, onko lii-
kkeeseenlaskija arvioinut kyseisen tiedon sisäpiiri-
tiedoksi vai muuksi luottamukselliseksi tiedoksi.

4 Sisäpiiritiedon ilmaiseminen taustayhteisölle

4.1 Yleistä

Mikäli liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsen tai hal-
litus luovuttaa sisäpiiritiedoksi luokiteltavaa tietoa,
tulee MAR:n asettamat sisäpiiritiedon ilmaisemis-
ta koskevat rajoitukset sekä laillisen ilmaisemisen
edellytykset ottaa huomioon. Tässä luvussa tarkas-
tellaan sisäpiiritiedon sallittua ilmaisemista ja esi-
tetään tulkintakannanottoja siitä, voiko liikkeeseen-
laskijan hallituksen jäsen tai hallitus laillisesti
ilmaista sisäpiiritietoa taustayhteisölle tyyppitapa-
usten mukaisesti sekä mitä rajoituksia ja edellytyk-
siä MAR asettaa sisäpiiritiedon sallitulle ilmaise-
miselle tällaisessa tilanteessa.

MAR 14 artiklan mukaan henkilö ei saa tehdä
tai yrittää tehdä sisäpiirikauppoja eikä suositella
tai houkuttaa toista henkilöä tekemään sisäpiiri-
kauppoja. Näiden lisäksi sisäpiiritiedon laitton ilmai-
seminen on kiellettyä. Sisäpiirikauppojen kieltö
määrittellään tarkemmin MAR 8 artiklassa⁴² ja sisä-
piiritiedon laitton ilmaiseminen MAR 10 artiklassa.
MAR 10(1) artiklan mukaan sisäpiiritiedon laitto-
malla ilmaisemisella tarkoitetaan tilannetta, jossa
henkilöllä on hallussaan sisäpiiritietoa, ja hän ilmai-
see kyseisen sisäpiiritiedon toiselle henkilölle,
*jollei tämä ilmaiseminen tapahdu osana työn,
ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista.*
Sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen on kriminali-
soitu markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä

⁴¹ *Knuts* 2011 s. 104–105; EUT asia C-19/11, Markus Geltl v. Daimler AG kohta 55 ja *Sedbom* 2017 s. 851–856.

⁴² MAR 8(1) artiklan mukaan sisäpiirikaupoilla tarkoitetaan tilannetta, jossa toimija käyttää sisäpiiritietoa hankkimalla tai luovuttamalla omaan tai kolmannen osapuolen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy. Lisäksi kiellettyä on käyttää sisäpiiritietoa peruuttamalla tai muuttamalla toimeksianto, joka koskee sellaista rahoitusvälineitä, johon kyseinen tieto liittyy, kun toimeksianto annettiin ennen kuin asianomaisella henkilöllä oli hallussaan kyseinen sisäpiiritieto. Lisäksi MAR 8(2) artiklan mukaan sisäpiirikauppojen tekemisen suosittelemisella tai houkuttelulla sisäpiirikauppojen tekemiseen tarkoitetaan tilannetta, jossa henkilö suosittelee sisäpiiritiedon perusteella tai houkuttelee toista henkilöä hankkimaan tai luovuttamaan rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy, taikka peruuttamaan tai muuttamaan toimeksian-
non, joka koskee rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy. MAR 8(3) artiklan tarkoituksena on puolestaan kieltää toimi-
jaa käyttämästä suositusta tai houkuttelua, mikäli hän tietää tai hänen pitäisi tietää, että suositus tai houkuttelu perustuu sisäpiiritietoon.

rikosoikeudellisista seuraamuksista annetun direktiivin 2014/57/EU (CSMAD)⁴³ implementoinnin yhteydessä rikoslaisissa (39/1889 muutoksineen, RL).⁴⁴ Sääntelyn lähtökohtana on siten *sisäpiiritiedon ilmaisukielto*, jonka tarkoituksena on täydentää sisäpiiritiedon käyttökieltoa. Ilmaisukielto ei ole kuitenkaan poikkeukseton, eikä sääntelyn tarkoituksena siten ole kokonaan estää sisäpiiritiedon ilmaisemista.⁴⁵ Markkinoiden väärinkäyttösääntely ei kuitenkaan täsmälleen yksilöi, mitä työn, ammatin tai tehtävien tavanomainen suorittaminen tarkoittaa tai minkälaisia toimintatapoja tai tilanteita poikkeuksen piiriin voi sisältyä, minkä johdosta esitettyjen tyyppitapausten sisäpiirisääntelynmukaisuuden arviointi edellyttää yksityiskohteisempaa tarkastelua.

4.2 Ilmaisukiellon sisällöstä EU:n oikeuskäytännön ja MAR:n valossa

Ilmaisukiellon poikkeuksen sisältöä on tarkasteltu Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen (EYT) toimesta niin sanotussa *Grøngaard ja Bang* -ratkaisussa⁴⁶. Kyseinen ratkaisu on perustunut sisäpiiridirektiivin 89/592/ETY⁴⁷ tulkintaan. Sisäpiiridirektiivi on aikoinaan edellyttänyt, että kansallinen lainsäädäntö täyttää direktiivin asettamat tavoitteet, jolloin sääntely on jättänyt kansallista liikkumavaraa.⁴⁸ MAR on puolestaan asetuksena sellaisenaan suoraan sovellettavaa lainsäädäntöä, jota tulisi tulkita yhdenmukaisesti kaikissa EU:n jäsenvaltiois-

sa.⁴⁹ Näin ollen ratkaisun painoarvoa voi sinänsä rajoittaa se, että direktiivipohjaisesta sääntelystä on siirrytty asetuspohjaiseen sääntelyyn. Tästä huolimatta ratkaisua voidaan kuitenkin käyttää ilmaisukiellon sisältöä ja tulkintaa koskevien yleisten periaatteiden osalta yhtenä keskeisenä oikeuslähteenä myös MAR:n aikana, koska sisäpiirisääntelyn tarkoitus ja ilmaisukiellon sisältö eivät ole merkittävästi muuttuneet EU:n lainsäädäntömuutosten myötä.⁵⁰

Kyseisessä ennakkoratkaisussa EYT otti kantaa niihin kriteereihin, joiden mukaisesti sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuutta tulisi arvioida. Tapauksessa Bang oli puheenjohtaja rahoitusalan työntekijöiden ammattiyhdistys Finansforbundetissa. Grøngaard oli puolestaan työntekijöiden valitsema hallituksen jäsen sekä Finansforbundetin nimittämä konserniyhteistyötoimikunnan jäsen pörssissä noteeratussa RealDanmark-nimisessä merkittävässä rahoitusyhtiössä. Tapauksessa Grøngaard oli ilmaissut Bangille RealDanmarkin ja Danske Bankin suunniteltua fuusiota koskevaa sisäpiiritietoa, minkä jälkeen Bang oli ilmaissut sisäpiiritietoa eteenpäin ammattiyhdistyksen sisällä. Tapauksessa oli näin ollen arvioitavana sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuus tilanteessa, jossa sisäpiiritietoa luovutetaan hallituksen jäsenen tai konserniyhteistyötoimikunnan jäsenen toimesta tämän taustalla toimivan ammattijärjestön puheenjohtajalle sekä tilanteessa, jossa kyseisen ammattijärjestön puheenjohtaja ilmaisee näin saadun sisäpiiritiedon eteen-

⁴³ Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/57/EU, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi).

⁴⁴ Ks. RL 51 luvun 2a §. Ks. myös HE 65/2016 vp eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi s. 31. Ennen CSMAD:n kansallista implementointia sisäpiiritiedon laitton ilmaiseminen kuului Suomessa ainoastaan hallinnollisten seuraamusten alle.

⁴⁵ Ks. *Parkkonen – Knuts* 2014 s. 367–368.

⁴⁶ EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang, annettu 22.11.2005.

⁴⁷ Neuvoston direktiivi, annettu 13. päivänä marraskuuta 1989, sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta.

⁴⁸ Ks. HE 254/1998 vp eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä s. 18.

⁴⁹ MAR:n johdanto-osan 5. perustelukappale; HE 65/2016 s. 1 ja *Raitio, Juha*: Euroopan unionin oikeus. Helsinki 2016 s. 203.

⁵⁰ Ks. sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a alakohta, jonka mukaan sisäpiiritietoa hallussaan pitävää henkilöä on kielletty ”ilmaisemasta tuota sisäpiiritietoa sivulliselle, jollei tämä tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamista.” Säännös on siten samansisältöinen MAR 10(1) artiklan kanssa.

päin asianomaisen järjestön organisaatiossa.⁵¹ EYT:n linjaukset huomioon ottaen Tanskan korkein oikeus (Højesteret) lopulta vapautti Grøngaardin ja Bangin syyteistä katsoen, että sisäpiiritietojen ilmaiseminen oli perusteltua ja tapahtui osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista.⁵²

EYT:n tekemien linjausten mukaan sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuus on poikkeus, jota tulee tulkita supistavasti. Sisäpiiritiedon ilmaiseminen on sallittua, jos ilmaisemisen ja henkilön työn, ammatin tai tehtävien välillä on *läheinen yhteys* ja mikäli ilmaiseminen on tämän työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen kannalta *ehdotoman tarpeellista*. EYT:n mukaan työn, ammatin tai tehtävien tavanomainen suorittaminen määräytyy harmonisoinnin puuttuessa suurelta osin kansallisten säännösten mukaisesti.⁵³ MAR:n suoraan sovellettavuuden johdosta kansallisen lainsäädännön tarkastelu voi olla jokseenkin rajatumpaa kuin ennakkoratkaisun perustana olleen kansallisesti implementoidun sisäpiiridirektiivin aikana. Hallituksen ja hallituksen jäsenen toimenkuvan määräytyessä pitkälti kansallisen osakeyhtiöoikeuden mukaan ja koska osakeyhtiöoikeutta ei vielä tämän osalta ole harmonisoitu EU:n alueella, jäänee kansalliselle tulkinnalle myös MAR:n aikana yhä tilaa. Mikäli hallituksen jäsen luovuttaa liikkeeseenlaskijaa koskevaa sisäpiiritietoa liikkeeseenlaskijan merkittävälle osakkeenomistajalle, voidaan arviointiin siten katsoa vaikuttavan kansallinen corporate governance -sääntely.⁵⁴

Sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuuden tarkastelussa tulee huomioida myös se, miten arkaluonteista tieto on (tiedon luonne). EYT korosti, että erityistä varovaisuutta tulisi noudattaa silloin, kun kyseessä on hyvin olennaisen sisäpiiritiedon ilmaiseminen. Lisäksi sisäpiiritiedon sallitun ilmai-

semisen arvioinnissa on keskeistä huomioida ilmaisukiellon tarkoitus. Perinteisesti on katsottu, että ilmaisukiellon keskeisenä tarkoituksena on ennaltaehkäistä riskiä siitä, että sisäpiiritietoa käytettäisiin kielletyllä tavalla rajoittamalla sisäpiiritietoa hallussaan pitävien henkilöiden lukumäärää. Huomioon on otettava se tosiasia, että jokaisella sisäpiiritiedon ilmaisemisella lisätään myös vaaraa kyseisen tiedon kielletystä käyttämisestä. Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon sisällön tulkinta on perusteltua suhteuttaa myös sisäpiirisääntelyn yleisiin tavoitteisiin.⁵⁵ Sisäpiirisääntelyn keskeisenä tavoitteena on sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaan luottamuksen turvaaminen eli sijoittajien yhdenvertaisuuden suojaaminen. Ilmaisukielto turvaa tätä sijoittajien markkinoiden kohtaan tuntemaa luottamusta. Toisaalta sisäpiirisääntelyn tavoitteena on myös arvopaperimarkkinoiden toimivuuden takaminen, joka puolestaan edellyttää, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen on tietyissä tilanteissa sallittua. Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon tulkinnassa on näin ollen perusteltua huomioida nämä kummatkin tavoitteet.⁵⁶ Tarkoituksena ei ole, että ilmaisukielto estäisi sisäpiiritiedon luovuttamisen tilanteessa, jossa se on liikkeeseenlaskijan toiminnan näkökulmasta perusteltua.⁵⁷ Ilmaisukiellon tulkinnassa on siten tarkoituksenmukaista ottaa yhtenä keskeisenä osatekijänä huomioon liikkeeseenlaskijan etu ja tarve kyseisen sisäpiiritiedon ilmaisemiselle.

Edellä todetun mukaisesti lähtökohtana sisäpiiritiedon sallitulle ilmaisemiselle on se, että ilmaisemiselle on hyväksyttävä syy. Luonnollisesti hallituksen jäsenen ja taustayhteisön välinen läheinen suhde ei sinänsä ole riittävä peruste ilmaista sisäpiiritietoa. Perinteisesti suomalaisessa oikeuskirjallisuudessa on kuitenkin suhtauduttu pidättyväisesti sisäpiiritiedon ilmaisemiseen liikkeeseenlas-

⁵¹ EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang kohdat 13–21.

⁵² Højesterets dom, 14.5.2009, asia 219/2008.

⁵³ EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang kohdat 31–40.

⁵⁴ Ks. myös *Lau Hansen* 2017a s. 374–376 ja *Veil* 2017 s. 213.

⁵⁵ EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang kohdat 24 ja 32–36.

⁵⁶ MAR:n johdanto-osan 1–2. ja 24. perustelukappale; *Knuts* 2011 s. 263–264 ja *Knuts, Mårten: Insiderrättens röjandeförbud*. Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 5/2009 s. 652–709, s. 670.

⁵⁷ *Häyrynen – Kajala* 2013 s. 465.

kijan yksittäisen hallituksen jäsenen toimesta hänen taustavoimiinsa kuuluvalla osakkeenomistajalle. Esteeksi on nähty suomalainen yhtiöoikeudellinen hallintomalli eli se, ettei ilmaiseminen olisi yhtiöoikeudellisten periaatteiden kannalta mahdollista eikä yhtiön edun mukaista. Koska hallitus edustaa kaikkia osakkeenomistajia, on nähty, että yksittäinen hallituksen jäsen priorisoi tiettyä osakkeenomistajaa ilmaisemalla tälle sisäpiiritietoa. Pidättyväiseen suhtautumiseen lie-nee vaikuttanut myös MAD:n implementoinnin yhteydessä annetun kansallisen lainsäädännön esitöiden sanavalinta, jonka mukaan ”ilmaisuki-
to käytännössä tiukentaa esimerkiksi hallituksessa olevan merkittävän osakkeenomistajan aloitteesta valitun henkilön velvollisuutta olla kertomatta yhtiön sisäpiiriin kuuluvia asioita tällaiselle osakkeenomistajalle”. Toisaalta esitöissä on kuitenkin todettu, että ilmaisukiellon poikkeusta voidaan pitää perusteltuna, koska yhtiölle tai sen edustajille on sallittava tietyissä tilanteissa yhtiötä koskevien sisäpiiritietojen ilmaiseminen ulkopuolisille tahoille.⁵⁸ Sisäpiiritiedon ilmaisemista ja sen hyväksyttävyyttä liikkeeseenlaskijan merkittävälle osakkeenomistajalle on tarkasteltu pääasiassa tiettyjen tyyppitilanteiden osalta, jolloin sisäpiiritiedon ilmaisemista on voitu pitää sallittuna esimerkiksi silloin, kun johto harkitsee toimenpidettä, jota ei käytännössä olisi tarkoituksenmukaista suunnitella ilman merkittävien osakkeenomistajien etukäteen antamaa suostumusta tai tukea.⁵⁹ Lähtökohtana ilmaisemisen sallittavuudelle on pidetty sitä, että sisäpiiritietoa ilmaistaan liikkeeseenlaskijan tai sen puolesta toimivan henkilön toimesta, ilmaisemiselle on hyväksyttävä syy ja se on yhtiön edun mukaista. Keskeisenä edellytyksenä on katsottu olevan myös se, että ilmaisemisesta tehdään kollektiivinen hallituksen

päätös ja että yhtiön edun mukaisuutta koskevat perusteet dokumentoidaan.⁶⁰

MAR ei sinänsä täsmennä, miten työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista tulisi tulkita. Sen sijaan MAR:n johdanto-osan 19. perustelukappaleessa otetaan kantaa johdon ja osakkeenomistajan välillä tapahtuvien yleisluontoisten keskustelujen sallittavuuteen:

”Tällä asetuksella ei ole tarkoitus estää liikkeeseenlaskijaa koskevia yleisluonteisia keskusteluja liiketoiminnan ja markkinoiden kehityksestä osakkeenomistajien ja johdon välillä. Tällainen vuorovaikutus on markkinoiden tehokkaan toiminnan kannalta keskeisen tärkeää, eikä sitä olisi kiellettävä tällä asetuksella.”

Kyseisessä perustelukappaleessa tunnistetaan siten jo yllä mainittu markkinoiden tehokkuuden tavoite osana ilmaisukiellon tulkintaa sekä se, että osakkeenomistajien ja johdon välinen vuorovaikutus on markkinoiden tehokkuuden kannalta tärkeää. Perustelukappale täsmentää asetuksen tulkintaa selventämällä, ettei osakkeenomistajien ja johdon välisiä yleisluontoisia keskusteluja ole tarkoitus kieltää. Perustelukappaleessa ei sen sijaan täsmennetä käytävien keskustelujen tarkempaa luonnetta, mitä voidaan pitää indisiona siitä, että Grøngaard ja Bang -tapauksessa tehtyjen linjausten mukaisesti keskusteluyhteyden sallittavuuden ja ilmaisukiellon tulkinnassa on huomioitava kansallinen oikeus jäsenvaltioiden corporate governance -järjestelmien välisten eroavaisuuksien johdosta. Tämän takia sen tulkitseminen, minkälainen tietojenvaihto on laillista, voi yhä MAR:n aikana vaihdella kansallisen oikeuden mukaan.⁶¹

Esitettyjen tyyppitapausten mukaisesti tapahtuvan hallituksen jäsenen tai hallituksen toimesta tapahtuvan sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuutta voidaan tarkastella yksityiskohtaisemmin Grøngaard ja Bang -tapauksessa tehtyjen yleisten

⁵⁸ HE 137/2004 vp eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta s. 62. Ks. Häyrynen – Kajala 2013 s. 462; Knuts 2011 s. 291–292 ja Knuts 2009 s. 679–683.

⁵⁹ Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 7/2013, luku 5.5 kohta 40, voimassa 1.7.2013–2.7.2016.

⁶⁰ Häyrynen – Kajala 2013 s. 462 ja Knuts 2009 s. 683.

⁶¹ Ks. Lau Hansen 2017a s. 375–376.

linjausten mukaisesti. Sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuuden voidaan siten katsoa edellyttävän, että 1) sisäpiiritiedon ilmaisemisella ja hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien hoitamisella on läheinen yhteys, 2) sisäpiiritiedon luovuttaminen on näiden tehtävien hoitamisen kannalta ehdottoman tarpeellista, 3) ilmaisemisessa noudatetaan suhteellisuusperiaatetta, 4) ilmaisemisessa otetaan huomioon ilmaisukiellon tarkoitus ja 5) ilmaisemisessa huomioidaan kyseisen tiedon luonne. Jäljempänä tarkastellaan sisäpiiritiedon ilmaisemisen sallittavuutta näiden kriteerien avulla. Lisäksi osakeyhtiöoikeuden vaikuttaessa ilmaisukiellon tulkintaan on lähtökohtana edellä mainitun mukaisesti se, että ilmaiseminen on liikkeeseenlaskijan edun mukaista.

4.3 Ilmaisemisen suhde sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuuteen ja salassapitovaatimukset

Edellä mainittujen kriteerien lisäksi valikoivassa sisäpiiritiedon ilmaisemisessa on ensiksi tarpeen ottaa huomioon sisäpiiritiedon ilmaisemisen suhde MAR 17(1) artiklan mukaiseen liikkeeseenlaskijan velvollisuuteen julkistaa sitä suoraan koskeva sisäpiiritieto mahdollisimman pian. Tyyppitapausten mukaisesti ilmaistava sisäpiiritieto on pääsääntöisesti MAR 17(1) artiklan mukaisen julkistamisvelvollisuuden piiriin kuuluvaa liikkeeseenlaskijatietoa. Liikkeeseenlaskija voi kuitenkin MAR 17(4) artiklan mukaan lykätä sisäpiiritiedon julkistamista, mikäli kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät: a) välitön julkistaminen todennäköisesti vaarantaisi liikkeeseenlaskijan oikeutetut edut, b) julkistamisen lykkääminen ei todennäköisesti johtaisi yleisöä harhaan ja c) *liikkeeseenlaskija pystyy takaamaan kyseisen tiedon säilymisen luottamuksellise-*

na. Kaikkien edellä mainittujen edellytysten (erityisesti tiedon luottamuksellisuus) on säilyttävä koko julkistamisen lykkäämisen ajan (*sisäpiirihanke*), ja liikkeeseenlaskijan tulee seurata kyseisten edellytysten täyttymistä. Mikäli kaikki lykkäysperusteet eivät täyty, tulee lykätty sisäpiiritieto julkistaa.⁶² Koska MAR:ssa sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuus on liitetty sisäpiiritiedon syntyajankohtaan, koskee tyyppitapausten mukainen sisäpiiritiedon ilmaiseminen pääsääntöisesti tilanteita, joissa liikkeeseenlaskija on tehnyt MAR 17(4) artiklan mukaisen julkistamisen lykkäämispäätöksen. Sisäpiiritiedon ilmaisemisen kannalta on siten keskeistä ottaa huomioon julkistamisvelvollisuuden ja siihen liittyvien lykkäämisedellytysten täyttymisen (tässä tapauksessa erityisesti sisäpiiritiedon luottamuksellisuuden takaamisen) asettamat edellytykset.

MAR 17(8) artiklan mukaan tilanteissa, joissa sisäpiiritietoa ilmaistaan liikkeeseenlaskijan tai sen puolesta tai lukuun toimivan henkilön toimesta MAR 10(1) artiklan mukaisesti osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista (engl. *selective disclosure*), tulee kyseinen tieto julkistaa kokonaan ja tehokkaasti. Liikkeeseenlaskijan tulee julkistaa sisäpiiritieto samanaikaisesti, jos ilmaiseminen on tarkoituksellista ja viipymättä, jos ilmaiseminen on tahatonta. Tätä julkistamisvelvollisuutta ei kuitenkaan sovelleta silloin, kun tiedon saava henkilöä koskee salassapitovelvollisuus, joka voi perustua esimerkiksi lakiin tai sopimukseen. Sisäpiiritietoon kohdistuvasta julkistamisvelvollisuudesta johtuen ilmaisemisen lähtökohtana on oltava se, että sisäpiiritiedon saaja on velvoitettu pitämään kyseisen tiedon salassa. Velvollisuus kyseisen tiedon luottamuksellisuuden säilyttämiseen seuraa myös sisäpiiritiedon ilmaisukiellon tarkoituksesta.⁶³ Tyyppitapausten lähtökohtana on, että taustayhtei-

⁶² Ks. Finanssivalvonnan kysymyksiä ja vastauksia (Q&A) – Sisäpiiritiedon julkistaminen ja julkistamisen lykkääminen (MAR 17 artikla), 14.9.2016 luku 2.2 kohta 1 ja ESMA Final Report, ESMA/2015/1455 luku 7.3 kohta 242.

⁶³ Ks. EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang kohdat 24 ja 36. Ks. myös Parkkonen – Knuts 2014 s. 368. Ks. lisäksi Lau Hansen 2017a s. 374, jonka mukaan on selvää, että mikäli sisäpiiritiedon saaja on velvollinen pitämään kyseisen tiedon salassa, on ilmaiseminen sallittua, mikäli se on tarpeellista.

sö ja tämän edustajat olisivat liikkeeseenlaskijan kanssa tekemänsä salassapitosopimuksen nojalla velvollisia pitämään sisäpiiritiedon salassa, jolloin kyseisen tiedon luottamuksellisuus voidaan taata.

4.4 Sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen edellytykset

4.4.1 Läheinen yhteys ja ilmaisemisen tarpeellisuus

Ensinnäkin sisäpiiritiedon sallittu ilmaiseminen edellyttää, että ilmaisemisen ja hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien suorittamisen välillä on *läheinen yhteys* ja ilmaiseminen on näiden tehtävien suorittamisen kannalta *ehdottoman tarpeellista*. Ennen sisäpiiritiedon ilmaisua on varmistuttava siitä, että perusteet sisäpiiritiedon lailliselle ilmaisemiselle täyttyvät kyseisessä tilanteessa.⁶⁴

Tässä suoritettavan sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen arvioinnin osalta oletetaan, että ilmaiseminen on liikkeeseenlaskijan edun mukaista, ja se tuottaa kyseiselle liikkeeseenlaskijalle lisäarvoa. Ilmaisemisen on näin ollen oltava kansallisen osakeyhtiöoikeuden mukaan sallittua. Näiden edellytysten täyttyminen on kummankin tyyppitapausten taustaoletus.⁶⁵ Tyyppitapausten mukaisesti tietojen luovutuksen lopputuloksena on oltava se, että hallituksen jäsenen valmiudet käsitellä tietoa ja toimia hallituksen jäsenenä paranevat. Osakeyhtiöoikeuden lisäksi ilmaisemisen läheisen yhteyden ja tarpeellisuuden tulkinnassa on huomioitava sisäpiirisääntelyn ja ilmaisukiellon tavoitteet eli sijoittajien luottamuksen ja yhdenvertaisuuden suojaaminen sekä mahdollisten sisäpiirikauppojen ennaltaehkäiseminen rajaamalla sisäpiiritietoa hallussaan pitävien henkilöiden piiriä. Näin ollen tyyppitapa-

usten mukaisesti tapahtuvan ilmaisemisen sallittavuuden arvioinnissa olisi huomioitava toisaalta se, että hallituksen jäsenellä tai hallituksella tulisi olla mahdollisuus saada asiantuntija-apua tai asianomaisen yhteisön kanta tiettyyn asiaan yhtiön edun edistämiseksi sekä toisaalta se, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen voi lisätä riskiä kyseisen tiedon kielletystä käyttämisestä ja heikentää sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaa luottamusta.⁶⁶

Koska sisäpiiritiedon ilmaisukiellon poikkeuksen arvioinnissa korostuu ilmaisun perusteiden arviointi, on sisäpiiritiedon luovutusta perusteltua arvioida kummankin tyyppitapausten osalta erikseen. Sisäpiiritiedon ilmaisukiellon poikkeuksen tarkastelussa on aiheellista huomioida erikseen se, kysyykö hallituksen jäsen taustayhteisön organisaatioon kuuluvalta *asiantuntija-apua* (tyyppitapaus 1) vai tiedustelee ko hallitus *taustayhteisön kantaa* johonkin tiettyyn asiaan (tyyppitapaus 2). Sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen voidaan katsoa edellyttävän sitä, että hallituksen jäsenellä on objektiivinen tarve kysyä neuvoa ja että asiantuntijalla on tarve saada sisäpiiritietoa.⁶⁷ Näin ollen hallituksen jäsenellä tai hallituksella on oltava objektiivinen tarve saada asiantuntija-apua tai hallituksella saada kanta taustayhteisön organisaatioon kuuluvalta taholta tai taustayhteisöltä. Hallituksen jäsenen tai hallituksen on näin ollen tehtäviensä hoitamiseen liittyvän tiedonsaantitarpeen täyttämiseksi ilmaistava kyseinen sisäpiiritieto asianomaiselle taholle (tiedonantotarve), jotta tarvittava asiantuntija-apu tai kanta voidaan saada. Tätä tiedonvaihdon tarpeellisuutta on sääntelyn tarkoitus huomioon ottaen aiheellista tarkastella erityisesti liikkeeseenlaskijan (hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien suorittamisen) näkökulmasta. Ilmaistaessa sisäpiiritietoa hallituksen hyväksymän perusmallin mukaisesti voidaan tie-

⁶⁴ Ks. julkisasiamies *Poiares Maduron* ratkaisuehdotus, asia C-384/02, annettu 25.5.2004 kohta 27 ja *Häyrynen, Janne – Parkkonen, Jarmo*: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet. Helsinki 2006 s. 55.

⁶⁵ Näin ollen hallituksen on perusteltua arvioida, mikä on juuri asianomaisen yhtiön edun mukaista.

⁶⁶ Tämän johdosta tyyppitapausten edellytyksenä on myöskin se, ettei taustayhteisö saa käydä kauppaa liikkeeseenlaskijan (tai siihen liittyvillä) rahoitusvälineillä, mikäli sen hallussa on sisäpiiritietoa. Tämän kieltää MAR 14 artikla.

⁶⁷ Ks. julkisasiamies *Poiares Maduron* ratkaisuehdotus, asia C-384/02 kohta 41.

donvaihdon tarpeellisuuden edellytyksen liikkeenlaskijan näkökulmasta katsoa täyttyvän, kun ilmaiseminen tapahtuu hallitustyöskentelyn laadun parantamiseksi ja yhtiön edun edistämiseksi edellyttäen, että sisäpiiritietoa ilmaistaan jäljempänä kuvatun suhteellisuusperiaatteen mukaisesti.

Toisaalta asianmukaisen tietojenvaihdon voidaan katsoa edellyttävän, että taustayhteisö ja sen edustaja tarvitsevat kyseistä sisäpiiritietoa asiantuntija-avun antamiseksi taikka kannan muodostamiseksi. Sisäpiiritietoa saa siis luovuttaa, jos se on välttämätöntä, jotta taustayhteisö ja sen edustaja voivat antaa tarvittavaa asiantuntija-apua tai tarvittavan kannan. Ilmaistavien tietojen on näin ollen rajoitettava niihin tietoihin, joita sisäpiiritiedon vastaanottaja tarvitsee asiantuntija-avun tai kannan antamiseksi.⁶⁸ Tämän yhteydessä tulisi arvioida, missä roolissa taustayhteisö ja sen edustaja toimivat ja keille henkilöille taustayhteisön organisaatiossa kyseistä tietoa ilmaistaan. Se, kenelle taholle taustayhteisön organisaatiossa sisäpiiritietoa ilmaistaan, vaikuttaa sen arviointiin, onko ilmaisemiselle riittävät perusteet. Vastaanottavaksi tahoksi valikoituvat tyypillisesti eri tahot riippuen siitä, onko ilmaisuus tarkoituksena saada asiantuntija-apua vai taustayhteisön kanta, jolloin tiedon vastaanottavan tahon tulisi olla asiantuntijan roolissa tai kelpoinen antamaan taustayhteisön kanta. Tyypitapauksessa 1 sisäpiiritiedon vastaanottavana tahona on taustayhteisön organisaatioon kuuluva kyseisen asian asiantuntija tai asiantuntijaryhmä. Tyypitapaus 2 perustuu puolestaan tilanteeseen, jossa kantaa tiedustellaan lähtökohtaisesti taustayhteisön hallituksesta, jonka voidaan pääsääntöisesti katsoa olevan kelpoinen edustamaan taustayhteisöä kyseisessä tilanteessa. Kummankin tilanteen lähtökohtana on siten se, että tietoa vastaanottaa sellainen taho, jolta saatu asiantuntija-apu tai kanta tuottaa lisäarvoa liikkeeseenlaskijalle. Kun sisäpiiritiedon ilmaiseminen tapahtuu tyypitapausten mukaisesti, voi-

daan sisäpiiritiedon ilmaisemisella katsoa olevan läheinen yhteys hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien hoitamiseen.

4.4.2 Suhteellisuusperiaate

Lisäksi sisäpiiritiedon ilmaisemisessa tulee noudattaa *suhteellisuusperiaatetta*, jonka mukaan sisäpiiritietoa saa ilmaista vain siinä laajuudessa, mikä on välttämätöntä kyseisen tiedon luovutuksen tavoitteen saavuttamiseksi.⁶⁹ Sisäpiiritietoa saa näin ollen luovuttaa vain siinä määrin kuin hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien suorittamisen kannalta on tarpeen. Huomioon tulee ottaa myös tiedon luonne, jolloin kaikista keskeisimmän sisäpiiritiedon (olennaisin tieto) ilmaisemisessa tulisi olla pidättyväinen, ja tällainen tieto tulisi ilmaista vasta viimeisenä, sikäli kuin mahdollista. Tyypitapauksessa 1 sisäpiiritietoa voidaan katsoa ilmaistun asianmukaisessa laajuudessa, kun hallituksen jäsen luovuttaa sisäpiiritietoa taustayhteisön organisaatioon kuuluvalla asiantuntijalla tai asiantuntijaryhmällä siinä laajuudessa kuin on välttämätöntä relevantin asiantuntija-avun saamiseksi. Tyypitapauksessa 2 ilmaisemisen voidaan puolestaan katsoa tapahtuvan asianmukaisessa laajuudessa, mikäli sisäpiiritietoa ilmaistaan siinä laajuudessa kuin on välttämätöntä tarvittavan kannan saamiseksi. Nämä kuitenkin edellyttävät tapauskohtaista harkintaa.

4.4.3 Hallituksen nimenomainen suostumus

Sisäpiiritietoon kohdistuvasta julkistamisvelvollisuudesta ja sallitun sisäpiiritiedon ilmaisemisen perusteista johtuen on aiheellista vielä erikseen tarkastella tyypitapausten sisältämän sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen lähtökohtana olevan *hallituksen nimenomaisen suostumuksen* merkitystä. Ensinnäkin sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen arvioinnista johtuen hallituksen tekemällä nimen-

⁶⁸ Ks. julkisasiamies *Poiares Maduron* ratkaisuehdotus, asia C-384/02 kohta 73.

⁶⁹ EYT asia C-384/02, Knud Grøngaard ja Allan Bang kohta 34 ja julkisasiamies *Poiares Maduron* ratkaisuehdotus, asia C-384/02 kohta 73.

omaisella päätöksellä koskien sisäpiiritiedon luovuttamista olisi mahdollista turvata se, että ilmaiseminen tapahtuu ilmaisemiselta edellytettävien kriteerien mukaisesti. Päätöksellä voitaisiin varmistaa myös se, että sisäpiiritietoa ilmaistaan oikealle taholle taustayhteisön organisaatiossa, ja tätä koskeva arviointi voitaisiin tehdä yhtiössä hyväksytyn mallin mukaisesti. Päätöksen yhteydessä olisi mahdollista huomioida myös tyyppitapausten erilaiset lähtökohdat. Sisäpiiritiedon ilmaisemista koskevalla hallituksen nimenomaisella suostumuksella olisi siten mahdollista lähtökohtaisesti varmistaa sisäpiiritiedon ilmaisemisen laillisuus.

Keskeinen syy hallituksen nimenomaiselle suostumukselle on myöskin se, että MAR:n sisäpiiritiedon julkistamisvelvollisuutta koskevat velvoitteet ja sisäpiiritiedon hallinnointivelvoitteet edellyttävät käytännössä hallituksen päätöstä, jotta ilmaiseminen olisi tiedonantovelvollisuuden kannalta hyväksyttävissä. Kuten jo edellä on mainittu, liikkeeseenlaskijan tulee seurata julkistamisen lykkäysedellytysten täyttymistä koko julkistamisen lykkäämisen ajan. Mikäli jokin lykkäysperuste ei enää täyty, tulee sisäpiiritieto julkistaa mahdollisimman pian. Koska sisäpiiritiedon luottamuksellisuuden takaaminen on yksi lykkäysperuste, ja mikäli luottamuksellisuutta ei pystytä enää takaamaan, tulee sisäpiiritieto julkistaa. Jotta liikkeeseenlaskija voisi varmistua tiedon luottamuksellisuudesta, edellyttää tämä käytännössä sitä, että liikkeeseenlaskija huolehtii taustayhteisöä ja tämän edustajia koskevan tarvittavan salassapitosopimuksen voimassaolosta ennen ilmaisua. Lisäksi liikkeeseenlaskijan tulee huolehtia tarvittavien merkintöjen tekemisestä omaan hankekohtaiseen sisäpiiriluiettelonsa. Hallituksen päätöksen yhteydessä liikkeeseenlaskija voi näin ollen huolehtia tarvittavan salassapitosopimuksen voimassaolosta ja sisäpiiritiedon asianmukaisesta hallinnoinnista ja dokumentoinnista, jolloin ilmaiseminen tapahtuisi hallitusti ja kontrolloidusti sekä sisäpiirisääntelyn tarkoituksen mukaisesti. Johtopäätöksenä on siten se, että sisäpiiritiedon sallittu ilmaiseminen taustayhteisölle

edellyttää hallituksen nimenomaista päätöstä, mikä onkin molempien tyyppitapausten lähtökohtana.

4.5 Sisäpiiritiedon ilmaisemisesta aiheutuvat keskeiset velvoitteet

Sisäpiiritiedon ilmaiseminen tyyppitapausten mukaisella tavalla aiheuttaa luonnollisesti eräitä velvoitteita sekä liikkeeseenlaskijalle että taustayhteisölle ja tämän edustajille. Tässä luvussa kuvataan kootusti näitä sisäpiiritiedon ilmaisemisesta käytännössä aiheutuvia keskeisiä velvoitteita, jotka sekä liikkeeseenlaskijan että taustayhteisön ja tämän edustajien olisi tarpeen huomioida.

Ensinnäkin sisäpiiritiedon ilmaiseminen aiheuttaa liikkeeseenlaskijalle erinäisiä hallinnointi- ja dokumentointivelvoitteita. Pääsääntöisesti liikkeeseenlaskijan on ennen sisäpiiritiedon ilmaisemista tullut tehdä kyseistä tietoa koskeva julkistamisen lykkäämispäätös, jolloin MAR edellyttää lykkäysperusteiden seuranta. Mikäli liikkeeseenlaskija ei pysty turvaamaan sisäpiiritiedon luottamuksellisuutta, tulee kyseinen tieto julkistaa markkinoille. Lähtökohtana on siten se, että liikkeeseenlaskijan tulee huolehtia taustayhteisöä ja tämän edustajia koskevan tarvittavan salassapitosopimuksen voimassaolosta. Sisäpiiritiedon laillisen ilmaisemisen edellytyksistä johtuen liikkeeseenlaskijan hallituksen on myös aiheellista varmistaa, että sisäpiiritietoa ilmaistaan tyyppitapausten mukaisesti. Sisäpiiritiedon ilmaisemisen perusteet ja tieto siitä, kenelle taholle ja milloin taustayhteisön organisaatiossa sisäpiiritietoa ilmaistaan ja kenen toimesta, on syytä dokumentoida hallituksen päätöksen yhteydessä. Lisäksi sisäpiiritietoon kohdistuvien hallinnointivelvollisuuksien johdosta liikkeeseenlaskijan tulee huolehtia MAR:n mukaisesta sisäpiiriluiettelon ylläpitovelvollisuudesta. Tyyppitapauksen 1 osalta liikkeeseenlaskijan on näin ollen merkittävä taustayhteisön ja tämän hankkeesta vastaavan edustajan tiedot ylläpitämäänsä hankekohtaiseen sisäpiiriluietteloon.⁷⁰ Tyyppitapauksessa 2 liikkeeseenlaskijan on puolestaan merkittävä kaikki taustayh-

⁷⁰ Ks. taustayhteisön itsenäisestä hankekohtaisen sisäpiiriluiettelon laatimis- ja ylläpitämisvelvollisuudesta tarkemmin jäljempänä.

teisen organisaatioon kuuluvat tahot, joille kyseistä sisäpiiritietoa on ilmaistu, omaan hankekohtaiseen sisäpiiriluetelloonsa. Sisäpiiritiedon luovuttamisesta taustayhteisölle on siten tehtävä ilmoitus liikkeeseenlaskijan asianomaista hankekohtaista sisäpiiriluetteloa ylläpitävälle henkilölle. On tärkeää, että liikkeeseenlaskija varmistaa, että taustayhteisö ja tämän edustajat ovat tietoisia MAR:n mukaisesta sisäpiirikauppojen kiellosta ja sisäpiiritiedon ilmaisukiellosta sekä tyyppitapauksen 1 osalta taustayhteisön itsenäisestä hankekohtaisen sisäpiiriluettelon laatimis- ja ylläpitämisveloitteesta. Lisäksi voi olla tarpeen ottaa huomioon MAR 11 artiklan mukainen markkinoiden tunnustelua (engl. *market sounding*) koskeva sääntely erityisesti tyyppitapaus 2:n osalta.⁷¹

Taustayhteisöön ja tämän edustajiin soveltuvat luonnollisesti MAR:n mukainen sisäpiirikauppojen kielto (käyttö- ja neuvontakielto), kun he saavat haltuunsa sisäpiiritietoa.⁷² Asianomaisiin henkilöihin soveltuvat vastaavasti sisäpiiritiedon ilmaisukielto eivätkä he lähtökohtaisesti saa ilmaista sisäpiiritietoa edelleen taustayhteisön organisaatiossa tai muutoin. Lisäksi taustayhteisön on tarpeen huomioida sisäpiiritiedon asianmukaista hallinnointia (sisäpiiriluettelon ylläpitämistä erityisesti tyyppitapaus 1:n osalta) koskevat edellytykset. Liikkee-

seenlaskijan puolesta tai lukuun toimivalla on itsenäinen velvollisuus laatia ja ylläpitää omaa sisäpiiriluetteloa kaikista niistä henkilöistä, joilla on pääsy sisäpiiritietoon ja jotka työskentelevät sille työsopimuksen perusteella.⁷³ Koska sisäpiirisääntelyn tarkoitus huomioiden taustayhteisön organisaatioon kuuluva taho toimii tyyppitapaus 1:n mukaisesti toimittaessa asiantuntijan roolissa, katsotaan taustayhteisö ja tämän edustaja liikkeeseenlaskijan puolesta ja lukuun toimivaksi tahoksi, jolloin taustayhteisö on sisäpiiritietoa saadessaan tyyppitapaus 1:n mukaisella tavalla velvoitettu laatimaan ja ylläpitämään omaa hankekohtaista sisäpiiriluetteloa asiasta. Tyyppitapauksessa 2 (kannan tiedusteleminen taustayhteisöltä) taustayhteisön ei lähtökohtaisesti katsota toimivan liikkeeseenlaskijan puolesta tai lukuun, jolloin liikkeeseenlaskija merkitsee taustayhteisön organisaatiossa sisäpiiritietoa saavat tahot omaan hankekohtaiseen sisäpiiriluetelloonsa.

5 Lopuksi

Tässä kirjoituksessa on pidetty lähtökohtana, että hallitustiedon luovuttaminen hallituksen jäsenen taustayhteisölle kyseisen jäsenen toimesta on osakeyhtiöoikeuden näkökulmasta sallittua. Tässä

⁷¹ MAR 11(1) artiklan mukaan 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. MAR:n johdanto-osan 32. perustelukappaleessa täsmennetään, että markkinoiden tunnustelu on rahoitusvälineen *myyjän* ja yhden tai useamman mahdollisen *sijoittajan* välistä vuorovaikutusta. MAR 11 artiklan mukaan sisäpiiritiedon ilmaisemisen katsotaan tapahtuneen osana työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista, mikäli markkinoiden tunnustelua koskevia menettelytapoja noudatetaan. On myös hyvä huomioida, että tunnusmerkistön täytyessä markkinoiden tunnustelua koskevia menettelytapoja on noudatettava ja ne soveltuvat sekä sisäpiiritiedon että luottamuksellisen tiedon ilmaisuun. Ks. Finanssivalvonnan Markkinat -tiedote 4/2016 s. 4–5.

⁷² Käytännössä oikeushenkilöllä voi olla käytössä sellaiset sisäiset järjestelyt ja menettelyt, jolloin oikeushenkilön puolesta sijoituspäätöksiä tekevät tahot erotellaan niistä henkilöistä, joilla on hallussaan sisäpiiritietoa (niin sanottu kiinan muuri, ks. MAR 9(1) artikla). Ks. myös näkökulmista koskien sitä, milloin oikeushenkilön voidaan katsoa olevan tietoinen tietystä asiasta ja tiedon vaikutuksesta yhteisön päätöksentekoon *Aalto, Johan: Medför en styrelsemedlems kändedom om ett visst sakförhållande att aktiebolaget ifråga är i ond tro beträffande detta sakförhållande? Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland 1/1991 s. 1–12*. Kiinan muurien sisältöä ei kuitenkaan rajoitetun pituuden vuoksi voida tarkemmin tarkastella tässä kirjoituksessa.

⁷³ ESMA Questions and Answers: On the Market Abuse Regulation (MAR), ESMA70-145-111, Version 10, 14 December 2017 luku 10 A10.1 s. 25. Ks. myös Finanssivalvonnan Markkinat -tiedote 4/2017 s. 3.

yhteydessä nousee esiin kysymys siitä, voidaanko myös sisäpiiritiedoksi luokiteltavaa tietoa luovuttaa ja mikäli voidaan, mitä rajoituksia ja edellytyksiä MAR asettaa sisäpiiritiedon sallitulle ilmaisemiselle. Tämän kirjoituksen tavoitteena on näin ollen ollut selvittää, voiko liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsen tai hallitus laillisesti ilmaista liikkeeseenlaskijaa koskevaa sisäpiiritietoa hallituksen jäsenen taustayhteisölle.

Sisäpiiritiedon sallitun ilmaisemisen on ensinnäkin todettu edellyttävän, että ilmaisemisella on läheinen yhteys hallituksen jäsenen tai hallituksen tehtävien hoitamiseen, ilmaiseminen on ehdottoman tarpeellista näiden tehtävien hoitamisen kannalta ja sisäpiiritietoa ilmaistaan suhteellisuusperiaatteen mukaisesti. Lisäksi lähtökohtana sallitulle ilmaisemiselle on se, että ilmaiseminen on liikkeeseenlaskijan edun mukaista ja että tiedon säilymisestä luottamuksellisena huolehditaan. Sisäpiiritiedon ilmaisemisen tulisi tapahtua vain hallituksen nimenomaisella suostumuksella.

MAR:n sisällön ja sisäpiiritiedon ilmaisukiellon tarkastelun lopputuloksena olemme tulleet siihen johtopäätökseen, että kirjoituksessa esitettyjen tyyppitapausten (ja näille asetettujen reunaehtojen)

mukaisesti tapahtuva sisäpiiritiedon ilmaiseminen hallituksen jäsenen tai hallituksen toimesta taustayhteisölle on MAR:n näkökulmasta sallittua. On kuitenkin huomioitava, että sisäpiiritiedon ilmaiseminen edellyttää tapauskohtaista arviointia tiettyjen ilmaisemisen edellytysten osalta.

Sisäpiiritiedon ilmaisukielloa tulisi tulkita MAR:n tarkoituksen mukaisesti. Sääntelyn keskeisenä tarkoituksena on turvata sijoittajien markkinoita kohtaan tuntema luottamus sekä sijoittajien yhdenvertainen kohtelu toisaalta huomioon ottaen markkinoiden toimivuus kokonaisuudessaan. Sisäpiirisääntelyn tarkoituksena ei ole kokonaan estää sisäpiiritiedon ilmaisemista eikä osakkeenomistajien ja johdon välillä käytävää keskustelua. Ilmaistaessa sisäpiiritietoa kirjoituksessa esitettyjen tyyppitapausten mukaisesti, on mahdollista varmistaa se, että perusteet sisäpiiritiedon ilmaisemiselle täyttyvät, ilmaiseminen tapahtuu kontrolloidusti ja että sisäpiiritietoa hallinnoidaan asianmukaisesti. Näin olisi mahdollista tasapainottaa sääntelyn tavoitteet ja turvata arvopaperimarkkinoiden toimivuus.

Johan Aalto ja Anna Sahrakorpi