

Markkinat-tiedote 2/2024

Sisällys

| | |
|---|----|
| Finanssivalvonnan esitetarkastuksen havainnot kevään 2024 esitteistä | 1 |
| Hyviä käytäntöjä sijoituspalvelun tarjoajien näennäiskauppojen valvonnassa ja kaupankäynnin erityistilanteita | 6 |
| Korkeimman oikeuden ennakkopäätös sisäpiiritiedon väärinkäytöstä | 8 |
| Ajankohtaista ESMAsta | 11 |

Finanssivalvonnan esitetarkastuksen havainnot kevään 2024 esitteistä

Finanssivalvonnalle kevään 2024 aikana tarkastettavaksi toimitettujen esitteiden laatu on ollut aikaisempaa heikompi, ja esitteitä on kommentoitu poikkeuksellisen paljon. Finanssivalvonta kehottaa esitteiden laatijoita kiinnittämään huomiota siihen, että tarkastettavaksi toimitettavat esitteet on laadittu huolellisesti soveltuvaa sääntelyä ja ohjeistusta noudattaen. Erityisesti tulee huomioida osake-esitteiden käyttöpääomalausuntoon liittyvät seikat.

Finanssivalvonnan esitetarkastuksella oli loppukeväällä 2024 runsaasti esitteitä tarkastettavana samanaikaisesti. Meille toimitettiin tammi-toukokuussa hyväksyttäväksi yhteensä 22 esitettä. Esitteistä 10 oli osake-esitteitä ja 12 velkaesitteitä. Olimme huhtikuussa yhteydessä esitteiden laatijoihin, ja kehoitimme esitetarkastuksen sujuvuuden varmistamiseksi kiinnittämään huomiota esitteiden laatuun. Meille toimitettiinkin hyväksyttäväksi joitakin erinomaisesti laadittuja esitteitä. Jotkut hyväksyttäväksi toimitetut esitteet oli kuitenkin laadittu poikkeuksellisen puutteellisesti tai niiden laatu ei muutoin vastannut vaatimuksia. Finanssivalvonnalle hyväksyttäväksi toimitettavan esiteluonnoksen tulee olla huolellisesti laadittu ja sen tulisi esitehakemuksen päivänä täyttää esitesääntelyn vaatimukset. Eräitä taloudellisia tietoja voidaan poikkeuksellisesti toimittaa hakemuksen käsittelyaikana, mikäli tästä on ennen hakemuksen jättämistä Finanssivalvonnan kanssa erikseen sovittu.

Finanssivalvonnalla oli useisiin esitteisiin runsaasti kommentoitavaa, ja monen osake-esitteen kommentit koskivat saman tyyppisiä, yhtiön taloudelliseen tilanteeseen liittyviä seikkoja. Tuomme tässä artikkelissa esiin niitä seikkoja, joihin haluamme esitteiden laatijoiden kiinnittävän huomioita, jotta meille jatkossa hyväksyttäväksi toimitettavien esitteiden laatu vastaa paremmin sääntelyn ja ohjeistuksen vaatimuksia.

Yleistä esitetarkastuksesta

Liikkeeseenlaskija vastaa esitteen tiedoista ja arvioi, mitkä ovat olennaiset yhtiöön ja arvopaperiin liittyvät riskit. Finanssivalvonta hyväksyy esitteet vain siltä osin, että ne täyttävät esitesääntelyn mukaiset kattavuutta, ymmärrettävyyttä ja johdonmukaisuutta koskevat vaatimukset¹.

¹ Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, artiklat 36–38.

- Kattavuuden osalta arvioidaan, onko esite laadittu oikeiden sisältövaatimusten mukaisesti ja onko tarvetta esimerkiksi esittää pro forma -tietoja.
- Ymmärrettävyyden arviointi kattaa esimerkiksi sen, kuvataanko esiteluonnoksessa liikkeeseenlaskijan liiketoiminta selvästi ja onko esitteen rakenne selkeä.
- Johdonmukaisuus edellyttää esimerkiksi sitä, että käyttöpääomaa koskevat tiedot ovat yhdenmukaisia riskitekijöiden, tilintarkastuskertomuksen, tuottojen käytön sekä liikkeeseenlaskijan julkistaman strategian ja strategian rahoitusta koskevien tietojen kanssa.

Esitetarkastusta koskevan ESMAn ohjeistuksen mukaisesti huomioimme esitetarkastuksessa riskiperusteisuuden ja kohdennamme esitevalvontaamme erityisesti sellaisiin asioihin, joilla on suurin merkitys sijoittajansuojan näkökulmasta.

Käyttöpääomalausunto ja muut olennaiset tiedot

Osake-esitteiden olennaisinta sisältöä ovat muun muassa käyttöpääomalausunto, kerättävien varojen käyttö, rahoitusjärjestelyjen kuvaukset ja yhtiön taloudelliseen tilanteeseen liittyvät riskit. Esitetarkastuksemme kohdistuu riskiperusteisesti erityisesti näihin osioihin. Olennaisten ja riittävien tietojen merkitys korostuu tilanteessa, jossa yhtiön käyttöpääoma ei riitä 12 kuukaudeksi esitteen hyväksymispäivän jälkeen. Käyttöpääoman riittävyyteen liittyvät tilanteet vaihtelevat yhtiöittäin, ja esitteeseen sisällytettäviä tietoja arvioidaan aina tapauskohtaisesti.

Käyttöpääomalausuntoa ja varojen käyttöä koskevien tekstien laatimisessa tulee noudattaa esitteiden sisältövaatimuksia² ja ESMAn ohjeistusta³. Riskikuvausten laatimisessa on noudatettava esiteasetuksen vaatimuksia⁴ ja ESMAn riskikuvauksiin liittyvää ohjeistusta⁵. Esitteen tekstien tulee olla keskenään johdonmukaisia. Lisäksi niiden tulee olla johdonmukaisia Finanssivalvonnalle toimitettujen käyttöpääomalausunnon perustelujen kanssa. Esimerkiksi esitteessä kerrotun käyttöpääoman vajauksen määrän tai ajankohdan, johon käyttöpääoman arvioidaan riittävän, on vastattava sitä, mitä esitetään käyttöpääomalausunnon perusteluina toimitetuissa laskelmissa.

Käyttöpääomatilanteeseen liittyvät riskit

Liikkeeseenlaskija arvioi itse, mitkä ovat olennaiset liikkeeseenlaskijaan ja arvopaperiin liittyvät riskit ja mitkä ovat niiden mahdollisen toteutumisen suorat vaikutukset. Finanssivalvonta puolestaan kyseenalaistaa ESMAn ohjeistuksen mukaisesti esitteen riskikuvauksia, jos riskiä ja sen suoria vaikutuksia ei ole selkeästi kuvattu tai riskit eivät vaikuta johdonmukaisilta esitteen muiden tietojen tai käyttöpääomalausunnon perustelujen näkökulmasta. Mikäli yhtiön käyttöpääoma ei riitä seuraavan 12 kuukauden ajaksi ja yhtiön toiminnan jatkuvuus on vaarantunut, on tämä käytännössä yleensä katsottu olennaisimmaksi taloudelliseen tilanteeseen liittyväksi riskiksi.

Mikäli yhtiöllä ei ole riittävää käyttöpääomaa, vaikuttaa tämä yleensä myös osakeantiin liittyviin riskeihin. Mikäli annin toteutumiseen kokonaan tai osittain liittyy epävarmuuksia, tulee riskikuvauksessa kertoa, millaisia eri tilanteita saattaa syntyä ja mitkä näiden seuraukset olisivat. Erityisesti tulee kuvata tilanteet, joissa anti voidaan toteuttaa alhaisemmalla määrällä kuin käyttöpääoman tarve edellyttäisi. Sijoittajien tekemät merkinnät ovat sitovia, eivätkä he voi peruuttaa niitä siinä vaiheessa, kun mahdollisesti selviää, ettei yhtiö saanutkaan kerättyä tarvittavaa määrää rahoitusta käyttöpääomatarpeeseen. Esitteessä tulee

² Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, esim. liite 11, kohdat 3.1 Käyttöpääomaa koskeva lausunto ja 3.4 Syyt tarjoamiseen ja tuottojen käyttö.

³ ESMAn ohjeet esiteasetuksen mukaisista julkistamisvaatimuksista (ESMA32-382-1138), kohta V.8. Käyttöpääomaa koskevat lausunnot.

⁴ Esiteasetus (2017/1129), 16 artikla Riskitekijät.

⁵ ESMAn ohjeet esiteasetuksen mukaisesti esitettävistä riskitekijöistä (ESMA31-62-1293).

tällöin selkeästi kuvata riski, että sijoittajat saattavat päätyä sijoittamaan yhtiöön, jonka käyttöpääoma ei riitä tiettyä ajankohtaa pidemmälle.

Kokemuksia osake-esitteiden laadusta keväällä 2024

Tämän kevään aikana Finanssivalvonnalle toimitettiin hyväksyttäväksi poikkeuksellisen puutteellisia tai heikkolaatuisia osake-esitteitä. Olennaisimmat puutteet liittyivät yhtiöiden taloudellisen tilanteen kuvaamiseen ja esitteen taloudellisiin tietoihin. Useassa tapauksessa esitteen olennaisimmat osat, kuten käyttöpääomalausunto ja siihen liittyvät riskit, muotoiltiin lähes kokonaan uudelleen sen jälkeen, kun Finanssivalvonta oli kommentoinut esitettä. On selvää, että yhtiöiden erilaiset tilanteet saattavat olla hyvinkin haastavia ja että ohjeistusta joudutaan käytännön tilanteissa tulkitsemaan. Koska kuitenkin lähes jokaisessa osake-esitteessä oli olennaisissa kohdissa runsaasti korjattavaa, haluamme tuoda esitteiden laatijoiden tietoon esimerkein joitakin seikkoja, joita olemme kommentoineet. Toivomme, että nämä esimerkit auttavat jatkossa parantamaan hyväksyttäväksi toimitettavien esitteiden laatua.

Finanssivalvonta kiinnitti huomiota myös siihen, että joihinkin esitteisiin tehtiin tarkastusaikana paljon muutoksia myös sellaisiin teksteihin, joita Finanssivalvonta ei ollut kommentoinut. Joudumme tällaisessa tilanteessa myös arvioimaan muutettujen tekstien johdonmukaisuutta suhteessa esitteen muihin tietoihin, mikä saattaa vaikuttaa myös tarkastusaikaan. Lähtökohtaisesti esitteeseen tulisi tarkastusaikana tehdä muutoksia vain Finanssivalvonnan kommenttien ja tarkastusaikana muuttuneiden seikkojen takia.

Esimerkkejä Finanssivalvonnan kommentteista osake-esitteisiin

Osakeanti ja kerättävien varojen määrä

Osakeantiin ja kerättävien varojen määrään liittyvät kommentit johtuvat usein puutteellisista tai epä johdonmukaisista esitteen tiedoista. Esimerkkejä kommentteista:

- Paljonko osakeannilla on tarkoitus kerätä varoja? Mikä on kerättävien varojen nettomäärä?
- Miten pitkälle osakeannilla kerättävien nettovarojen arvioidaan riittävän?
- Voidaanko osakeanti toteuttaa alhaisemmalla määrällä kuin mitä käyttöpääomavajeen kattamiseksi tarvitaan?
 - Mihin saakka rahat tällöin riittävät?
 - Miten yhtiö tässä tilanteessa aikoo hankkia lisärahoitusta tai sopeuttaa toimintaansa?
 - Onko tämä huomioitu esitteen riskikuvauksissa?

Varojen käyttö

Finanssivalvonnan varojen käyttöä koskevat kommentit perustuvat yleensä arvopaperiliitteen sisältövaatimukseen ”Syyt tarjoamiseen ja tuottojen käyttö”. Esimerkkejä kommentteista:

- Mikä on osakeannilla kerättävien varojen arvioitu nettomäärä?
- Onko suunnitellut käyttötarkoitukset esitetty tärkeysjärjestyksessä?
- Riittävätkö osakeannilla tavoiteltavat tuotot kaikkien suunniteltujen käyttötarkoitusten rahoittamiseen? Elleivät riitä, mikä on muun tarvittavan rahoituksen määrä ja lähteet?
- Käytetäänkö tuottoja velkojen maksamiseen tai vähentämiseen? Paljonko? Mistä lainoista on kyse?

Käyttöpääomalausunto

Finanssivalvonnan käyttöpääomalausuntoa koskevat kommentit perustuvat yleensä esitteiden sisältövaatimuksiin⁶, ESMAn ohjeistukseen⁷ sekä epä johdonmukaisuuksiin muualla esitteessä annettujen tietojen tai käyttöpääomalausunnon perustelujen kanssa. Esimerkkejä kommentista:

- Esitteessä tulee kertoa yksiselitteisesti, riittääkö käyttöpääoma (esitesääntelyn edellyttämällä tavalla) vai ei.
- Mihin saakka yhtiön käyttöpääoma riittää?
- Miten suuri käyttöpääoman vajeus likimäärin on?
- Miten liikkeeseenlaskija aikoo korjata käyttöpääoman vajauksen?
 - Mitkä ovat ehdotetut toimet? (Esimerkiksi luoton uudelleen neuvottelut, harkinnanvaraisten investointien vähentäminen, strategian tarkistaminen tai omaisuuserien myynti)
 - Mikä on ehdotettujen toimien aikataulu ja miten varmaa niiden onnistuminen on?
- Mitkä ovat ehdotettujen toimien epäonnistumisen seuraukset (esimerkiksi onko todennäköistä, että liikkeeseenlaskija joutuu selvitystilaan tai konkurssiin, ja jos joutuu, milloin).
- Miksi esitteen tiedot poikkeavat käyttöpääomalausunnon perusteluina toimitetuista laskelmista?

Esitteiden taloudelliset tiedot

Finanssivalvonnalla on ollut runsaasti kommentteja useimpien osake- ja velkaesitteiden taloudellisiin tietoihin. Muun muassa seuraavat kommentit toistuivat kevään aikana:

- Tiivistelmässä on esitettävä kaikki vaaditut⁸ taloudelliset tunnusluvut.
- Kaikki tiivistelmässä esitetyt taloudelliset tunnusluvut tulee esittää myös muualla esitteessä.
- Asianomaisissa riskikuvauksissa on esitettävä mahdollisuuksien mukaan määrällisiä tietoja, esim. vaihtuvakorkoisten lainojen määrä, liikearvon määrä ja eräänntyneiden velkojen määrä.
- Taloudellisia tietoja koskevissa kohdissa on ilmoitettava, mitkä tiedot ovat tilintarkastettuja ja mitkä eivät.
- Pääomarakenne ja velkaantuneisuus -taulukko tulee esittää ESMAn ohjeistuksen⁹ mukaisesti niin rakenteen kuin sisällönkin osalta.
- Vaihtoehtoisten tunnuslukujen osalta tulee noudattaa ESMAn ohjeistusta¹⁰, mikä tarkoittaa lähtökohteisesti tunnuslukujen määritelmien, käyttötarkoitusten ja täsmäytyslaskelmien esittämistä esitteessä.
- Eri kirjanpitoperiaatteisiin perustuvien lukujen käyttämisestä tulisi mahdollisuuksien mukaan välttää ja huomiota kiinnittää taloudellisten lukujen vertailukelpoisuuteen. Tietojen esittämistä tulisi arvioida harhaanjohtavuuden näkökulmasta.
- Rahoitussopimuksista ja niihin liittyvistä ehdoista, kuten kovenanteista, tulisi esittää riittävät tiedot.
- Pro forma tulee laatia sääntelyn¹¹ ja ESMAn ohjeistuksen¹² mukaisesti. Erityisesti huomiota tulee kiinnittää taulukoiden ja tehtyjen pro forma -oikaisujen selkeään esittämiseen.

⁶ Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, esim. liite 11, kohta 3.1: "Liikkeeseenlaskijan on annettava lausunto siitä, että liikkeeseenlaskijan käyttöpääoman määrä vastaa sen mielestä tämänhetkisiä tarpeita, tai jos näin ei ole, liikkeeseenlaskijan on esitettävä kuvaus siitä, miten se aikoo hankkia tarvittavan lisäkäyttöpääoman."

⁷ ESMAn ohjeet esiteasetuksen mukaisista julkistamisvaatimuksista (ESMA32-382-1138), kohta V.8. Käyttöpääomaa koskevat lausunnot.

⁸ Komission delegoitu asetus (EU) 2019/979, 9 artikla Esitteen tiivistelmän keskeisten taloudellisten tietojen muoto ja liitteet I-IV.

⁹ ESMAn ohjeet esiteasetuksen mukaisista julkistamisvaatimuksista (ESMA32-382-1138), kohta V.9. Pääomarakenne ja velkaantuneisuus.

¹⁰ ESMAn ohjeet vaihtoehtoisista tunnusluvuista (ESMA/2015/1415).

¹¹ Komission delegoitu asetus (EU) 2019/980, liite 20.

¹² ESMAn ohjeet esiteasetuksen mukaisista julkistamisvaatimuksista (ESMA32-382-1138), kohta V.6. Taloudelliset pro forma -tiedot.

Muita esitehakemuksiin liittyviä seikkoja

- Suosittelemme ilmoittamaan kaikista suunnitelluista esitehakemuksista Finanssivalvonnalle mahdollisimman aikaisessa vaiheessa.
- Esitehakemuksissa tulisi kertoa esitetarkastuksen kannalta olennaiset seikat: esimerkiksi mitkä seikat selviävät hakemuksen jälkeen ja lisätään esitteeseen tarkastusaikana.
- Viittausluettelot on suositeltavaa laatia Finanssivalvonnan verkkosivustolla olevien mallien¹³ mukaisella tarkkuudella. Myös tiivistelmästä olisi hyvä laatia viittausluettelo.
- Mikäli jokin viittausluettelon mukaan vaadittu tieto ei sovellu, tulee tämä perustella, ellei asia ole itsestään selvä.
- Esitteissä on mainittava käytetyt tietolähteet, esimerkiksi mistä markkinatutkimuksesta on kyse. Mikäli tietolähdettä ei ole, vaan kyseessä ovat yhtiön johdon näkemykset, tulisi tämä mainita esitteen leipätekstissä.
- Lähtökohtaisesti esitteeseen tulisi tarkastusaikana tehdä muutoksia vain Fivan kommenttien ja tarkastusaikana muuttuneiden seikkojen takia.
- Mikäli esite halutaan notifioida toiseen ETA-valtioon, tulee tätä pyytää esitteen hyväksymishakemuksessa. Notifiointin tarkemmasta aikataulusta kannattaa sopia Finanssivalvonnan kanssa etukäteen.
- Esitettä ei voi sen hyväksymisen jälkeen vapaamuotoisesti muuttaa, vaan yleisön saataville annetun esitteen tekstin ja muodon on aina oltava sama kuin Finanssivalvonnan hyväksymässä alkuperäisessä versiossa. Mikäli esitteessä havaitaan virhe hyväksymisen jälkeen, tulee esitettä joko täydentää tai virhe korjata.

Markkinointimateriaali

Myös markkinointimateriaalin laatimisessa tulee noudattaa soveltuvaa sääntelyä ja ohjeistusta. Erityisesti tulee kiinnittää huomiota siihen, että markkinointimateriaali on kaikilta osin johdonmukaista esitteen tietojen kanssa. Valvonta markkinointimateriaalin osalta on pääosin jälkikäteistä, eikä Finanssivalvonta käy markkinointimateriaalia esitetarkastuksen yhteydessä läpi muuta kuin tietyissä tilanteissa (esim. listautumiset). Markkinointimateriaali on toimitettava Finanssivalvonnalle viimeistään silloin, kun markkinointi aloitetaan.

Esitteiden tarkastusajasta

Finanssivalvonta on vakiintuneen käytäntönsä mukaisesti tarkastanut esitteet yleensä 10 tai 20 työpäivän tarkastusajassa kokonaisuudessaan. Kuten esiteasetus mahdollistaa, uusi 10 päivän tarkastusajan laskenta voidaan kuitenkin aloittaa siitä, kun uusi versio esiteluonnoksesta on toimitettu. Finanssivalvonnalle toimitetun esiteluonnoksen laatu ja luonnokseen tehtyjen muutosten määrä voi vaikuttaa tarkastusaikaan. Luonnollisesti myös esitehakemusten poikkeuksellinen yhtäaikainen määrä voi vaikuttaa siihen, että Finanssivalvonta saattaa käyttää tarkastukseen esiteasetuksen mahdollistaman pidemmän tarkastusajan. Esitteen laatijoiden on syytä varautua tähän.

Ohjeet

Finanssivalvonnan Määräykset ja ohjeet 6/2013 ”Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto” on kumottu 31.3.2024 ja relevantit ohjeet ja tulkinnat on siirretty [Finanssivalvonnan verkkosivustolle](#), missä on tarkempia ohjeita esitehakemuksiin ja esitetarkastukseen liittyen.

¹³ [Arvopaperien tarjoaminen ja esitteet - Liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat - www.finanssivalvonta.fi](#): Esitteet ja esitetarkastus – Miten esitteen hyväksyntää haetaan?

Lisätietoja antavat

- Marianne Demecs, vanhempi valvoja, marianne.demecs(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5366
- Ossi Eräkivi, johtava asiantuntija, ossi.erakivi(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5262
- Jenni Granlund, valvoja, jenni.granlund(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5470
- Anna Sahrakorpi, vanhempi juristi, anna.sahrakorpi(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5458
- Minna Toiviainen, vanhempi valvoja, minna.toiviainen(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5219

Hyviä käytäntöjä sijoituspalvelun tarjoajien näennäiskauppojen valvonnassa ja kaupankäynnin erityistilanteita

Finanssivalvonta on kiinnittänyt kaupankävijöiden huomiota näennäiskauppoihin ja käsitellyt aihetta muun muassa Markkinat-tiedotteessa 1/2023¹⁴, jonka jälkeen Finanssivalvonta on kartoittanut sijoituspalvelun tarjoajien käytäntöjä näennäiskauppojen valvonnassa. Kartoituksen pohjalta tässä artikkelissa käydään läpi sijoituspalvelun tarjoajien hyviä käytäntöjä näennäiskauppojen ennaltaehkäisemiseksi. Lisäksi artikkelissa käsitellään kaupankäynnin erityistilanteita.

Näennäiskaupalla tarkoitetaan esimerkiksi tilannetta, jossa kaupankävijä käy kauppaa itsensä kanssa kauppapaikalla, kuten Helsingin pörssissä. Tällöin kaupankävijän antamat osto- ja myyntitoimeksiannot toteutuvat kauppapaikalla keskenään kaupaksi joko kokonaan tai osittain. Näennäiskauppana voidaan pitää myös kauppaa, jossa yksi osapuoli tai useampi salaa yhteistyössä toimiva osapuoli antaa samanlaisesti tai lyhyin väliajoin osto- ja myyntitoimeksiannot, joissa hinta ja määrä ovat lähes samat (improper matched orders).¹⁵

Markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan muun muassa kauppvoja ja toimeksiantoja, jotka antavat tai todennäköisesti antavat vääriä tai harhaanjohtavia signaaleja markkinoille rahoitusvälineen kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta¹⁶. Näennäiskauppa lisää keinotekoisesti rahoitusvälineen kaupankäyntivolyymia kauppapaikalla luoden harhaanjohtavaa kuvaa kysynnästä ja tarjonnasta, mikä korostuu erityisesti vähän vaihdetuilla rahoitusvälineillä. Näennäiskauppa saattaa myös vaikuttaa rahoitusvälineen hintaan, mutta hintamuutos ei ole edellytys markkinoiden manipuloinnin tunnusmerkistön täyttymiselle.

Finanssivalvonta voi määrätä näennäiskaupoista hallinnollisen seuraamusmaksun tai tehdä tutkintapyyntönsä poliisille. Markkinoiden manipulointi on säädetty rangaistavaksi rikoslaisissa.

Finanssivalvonta on kartoittanut sijoituspalvelun tarjoajien käytäntöjä näennäiskauppojen valvonnassa

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (EU) 596/2014 (MAR) 16 artiklan mukaan 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 ja ylläpidettävä näitä järjestelyitä, järjestelmiä ja menettelyitä.

¹⁴ [Näennäiskaupat kiellettyinä markkinoiden manipulointina - Markkinat-tiedote 1/2023 – 25.5.2023 - www.finanssivalvonta.fi](#).

¹⁵ Komission delegoitu asetus (EU) 2016/522 Liite II 1 jakso 3. a) ja c).

¹⁶ Markkinoiden manipulointi on määritelty markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (EU N:o 596/2014) 12 artiklassa ja kielletty asetuksen 15 artiklassa. Komission delegoidun asetuksen (EU) 2016/522 liitteessä II täsmennetään markkinoiden väärinkäyttöasetuksen liitteen I markkinoiden manipuloinnin indikaattoreita.

Finanssivalvonta on kartoittanut valikoitujen sijoituspalveluntarjoajien käytäntöjä siitä, miten ne ovat järjestäneet näennäiskauppojen valvonnan. Kartoituksen perusteella Finanssivalvonta suosittaa jäljempänä esitettyjä käytäntöjä sijoituspalvelun tarjoajille näennäiskauppojen ennaltaehkäisyyn. On kaikkien markkinatoimijoiden etu, että näennäiskauppojen tekeminen ehkäistään ennalta mahdollisimman kattavasti ja tehokkaasti. Jäljempänä esitetyt käytännöt palvelevat myös sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaiden etua vähentäen asiakkaiden riskiä joutua epäilyksi markkinoiden manipuloinnista.

Näennäiskauppoja voidaan ennaltaehkäistä tehokkaasti automatisoiduilla estomekanismeilla

Tehdyn kartoituksen perusteella useilla sijoituspalvelun tarjoajilla on käytössään automatisoituja estomekanismeja, jotka vähentävät riskiä siitä, että asiakkaan antamista toimeksiannoista toteutuu kauppa, jossa hän olisi sekä ostaja että myyjä. Finanssivalvonta pitää yleisesti ottaen automatisoituja näennäiskauppojen estomekanismeja hyvänä käytäntönä.

Yksi tehokkaimmista tavoista ennaltaehkäistä näennäiskauppoja on ottaa käyttöön automatisoitu estomekanismi, joka estää asiakasta antamasta toimeksiantoa, joka johtaisi kauppaan hänen saman välittäjän kautta antamansa vastakkaissuuntaisen toimeksiannon kanssa (ns. hard block). Osalla sijoituspalvelun tarjoajista on käytössään toiminnallisuus, joka varoittaa asiakasta siitä, että hänen antamansa toimeksianto saattaa johtaa kauppaan hänen aiemman vastakkaissuuntaisen toimeksiantonsa kanssa. Tällainen toiminnallisuus (ns. soft block) ei kuitenkaan estä toimeksiantoa, eikä se siten ole yhtä tehokas näennäiskaupan ennaltaehkäisyssä.

Näennäiskaupalla tarkoitetaan myös tilannetta, jossa sama henkilö on toteutuneessa kaupassa sijoituspäätöksen tekijänä sekä osto- että myyntipuolella. Siten esimerkiksi tilanteet, joissa henkilö tekee sijoituspäätöksen kaupassa sekä itsensä että myös sijoitusyhtiönsä tai perheenjäsenensä puolesta valtakirjalla, voivat lähtökohtaisesti olla näennäiskauppoja. Näennäiskauppojen ennaltaehkäisevyyttä voi pyrkiä parantamaan ottamalla huomioon kaupankäyntipalvelun estotoiminnallisuudessa edunsaajan lisäksi myös toimeksiannon sijoituspäätöksen tekijän.

Muita keskeisiä näennäiskauppojen ennaltaehkäisyä ja valvontaa tehostavia tekijöitä

Toimeksiantoja vastaanottavan, välittävän ja toteuttavan henkilöstön asiantuntemus on keskeisessä asemassa markkinoiden manipuloinnin valvonnan tehokkuuden ja kattavuuden varmistamisessa sääntelyn edellyttämällä tavalla. Asiantuntemuksen ylläpitämistä tukee riittävä ja säännöllinen koulutus. Finanssivalvonta kiinnittää sijoituspalvelun tarjoajien huomiota siihen, että yhtiöiden sisäisessä ohjeistuksessa on mahdollisimman tarkasti ja selkeästi määritelty epäilyttävien liiketoimien ja toimeksiantojen havaitsemiseen ja ilmoittamiseen liittyvät sisäiset prosessit myös käytännön tasolla. Lisäksi sisäinen ohjeistus on syytä käydä säännöllisesti läpi ja päivittää tarvittaessa ajan tasalle.

Asiakkaiden ymmärryksen lisääminen markkinoiden manipulointiin liittyvistä säännöksistä ja kielloista auttaa osaltaan vähentämään riskiä sille, että he tekisivät kaupan, jota voidaan pitää näennäiskauppana tai muuna markkinoiden manipulointina. Kartoituksen perusteella sijoituspalvelun tarjoajat pyrkivätkin opastamaan asiakkaitaan ennaltaehkäisevästi esimerkiksi asiakkaille suunnatulla ohjeistuksella tai olemalla muuten yhteydessä asiakkaisiin.

Mikäli sijoituspalvelun tarjoajan käytössä ei ole aiemmin kuvattuja automatisoituja estomekanismeja, korostuu entisestään sijoituspalvelun tarjoajan jälkikäteisen valvonnan kattavuus ja tehokkuus. Riittävän valvonnan tasosta voi pyrkiä varmistumaan esimerkiksi ottamalla käyttöön automatisoidun kaupankäynnin valvontajärjestelmän, joka tuottaa hälytyksiä mahdollisista näennäiskaupoista tai niiden yrityksestä.

Valvontajärjestelmän hälytysten osalta valvonnan tasoa voi pyrkiä parantamaan esimerkiksi ottamalla hälytyksissä huomioon edunsaajan lisäksi myös toimeksiannon sijoituspäätöksen tekijän.

Finanssivalvonta muistuttaa, että markkinoiden väärinkäytösasetuksen (MAR) 16 artiklan mukaan toimivaltaiselle viranomaiselle on ilmoitettava viipymättä sellaisista toimeksiannoista ja liiketoimista, joissa voi olla kyse manipuloinnista tai sen yrityksestä¹⁷.

Kaupankäynnin erityistilanteita

Asiakas saattaa olla yhteydessä sijoituspalvelun tarjoajaan sellaisen kaupan toteuttamiseksi, jossa voi olla kyse näennäiskaupasta. Sijoituspalvelun tarjoajan tulee tällöin selventää asiakkaalle, että haluttu toimeksianto tai toimeksiannot tulee toteuttaa siten, että markkinoiden väärinkäyttöasetuksen markkinoiden manipuloinnin kieltoa tai muuta sääntelyä ei rikota. Näennäiskaupan tekeminen on kiellettyä, vaikka kaupan taustalla ei olisi tarkoitus vaikuttaa markkinoihin.

Finanssivalvonta korostaa, että kauppapaikalle, kuten Helsingin pörssiin, raportoitava kauppapaikan sääntöjen mukainen sopimuskauppa (ns. blokkikauppa), jossa sama henkilö on sijoituspäätöksen tekijänä sekä osto- että myyntipuolella, voi lähtökohtaisesti olla näennäiskauppa. Tällainen tilanne voi olla esimerkiksi, jos henkilö tekee sijoituspäätöksen kaupassa sekä itsensä että myös sijoitusyhtiönsä tai perheenjäsenensä puolesta valtakirjalla. Näin ollen sijoituspalvelun tarjoajan ei tule toteuttaa asiakkaan toimeksiantoja kauppapaikalle raportoitavana sopimuskauppana, jos sen käytettävissä olevien tietojen mukaan asiakas olisi kaupassa sijoituspäätöksen tekijänä sekä osto- että myyntipuolella. Mikäli sopimuskaupan sijaan asiakkaan toimeksiantoja toteutetaan kauppapaikalla tarjouskirjassa muiden markkinaosa-puolten kanssa, tulee puolestaan huolehtia siitä, että tarjouskirjassa ei ilmene sellaisia kurssimuutoksia, joita voitaisiin pitää harhaanjohtavina ja sitä kautta mahdollisena markkinoiden manipulointina.

Näennäiskauppana voidaan pitää myös kauppaa, jossa kaupan sijoituspäätöksen tekijöinä raportoidaan teknisesti eri tahot, mutta tosiasiallisesti sijoituspäätöksen kaupan molemmilla puolilla tekee sama henkilö.

Finanssivalvonta muistuttaa, että kaupankävijän on hyvä olla ensisijaisesti yhteydessä omaan arvopaperivälittäjäänsä, mikäli kaupankävijällä on kysymyksiä tai epäselvyyttä kaupankäyntiin liittyen.

Lisätietoja antavat

- Juha Manu, vanhempi valvoja, juha.manu(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5323
- Hermanni Teräväinen, vanhempi valvoja, hermanni.teravainen(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5346

Korkeimman oikeuden ennakkopäätös sisäpiiritiedon väärinkäytöstä

Tällä artikkelilla Finanssivalvonta haluaa kiinnittää markkinatoimijoiden huomiota muun muassa sisäpiiritiedon täsmällisyyttä ja olennaisuutta koskevaan arviointiin sekä hyviin toimintatapoihin kaupankäynnissä.

¹⁷ [Markkinoiden väärinkäytön estämistä ja havaitsemista koskeva ilmoitusvelvollisuus - Liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat - www.finanssivalvonta.fi](https://www.finanssivalvonta.fi/markkinoiden-vaarinkayton-estamista-ja-havaitsemista-kokeva-ilmoitusvelvollisuus-liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat).

Korkein oikeus on 5.4.2024 antanut ennakkopäätöksen asiassa, jossa yhtiön toimitusjohtajana ja johtoryhmän jäsenenä toiminut henkilö oli hankkinut yhtiön julkisen kaupankäynnin kohteena olleita osakkeita ennen yhtiön julkistamaa merkittävää tilausta. Henkilö tuomittiin neljän kuukauden ehdolliseen vankeusrangaistukseen törkeästä sisäpiiritiedon väärinkäytöstä ja rikoksen tuottama taloudellinen hyöty tuomittiin menetettäväksi valtiolle¹⁸.

Sisäpiiritiedon täsmällisyyden täyttymiseen riittää tosiasiallinen mahdollisuus asian toteutumiselle

Täyttääkseen sisäpiiritiedon määritelmän tiedon on muun muassa oltava täsmällistä ja olennaista. Korkein oikeus toteaa ennakkopäätöksessään, että ollakseen täsmällistä sisäpiiritiedolta ei edellytetä sen varassa voitavan tehdä varmoja päätelmiä kyseessä olevan olosuhteen tai tapahtuman toteutumisesta tai sen ajankohdan olevan tarkkaan määriteltävissä. Mikäli tapahtuman tai hankkeen toteutumiselta vaadittaisiin korkeaa todennäköisyyttä, määritelmän soveltamisalan tällainen rajoittaminen merkitsisi sitä, että sisäpiiritietoa saavat olisivat tiedollisesti edullisemmassa asemassa kuin muut arvopaperimarkkinoilla toimivat.

Korkeimman oikeuden mukaan kirjalliseen aineistoon sisältyneistä raporteista ilmenee, että ennen syytteesä tarkoitettuja henkilön tekemiä osakkeiden ostoja yhtiön tekemää tarjousta koskevissa neuvotteiluissa oli edetty jo loppuvaiheeseen ja sopimuksen odotettiin toteutuvan pian.

Korkein oikeus katsoo, että henkilöllä olleet kysymyksessä olevaa tilausta koskevat tiedot ovat selvästi täyttäneet sen sisäpiiritiedon täsmällisyydelle asetettavan vaatimuksen, että hankkeen toteutumiselle on ollut tosiasiallinen mahdollisuus. Korkeimman oikeuden mukaan tämän kysymyksen arvioinnissa merkitystä ei ole sillä, että tilauksen saamiseen tai sen arvoon on voinut liittyä epävarmuustekijöitä. Kyseessä ei ole ollut epämääräinen tai yleinen tieto, jonka perusteella ei voitaisi tehdä mitään johtopäätöstä sen mahdollisesta vaikutuksesta osakkeen arvoon.

Tiedon olennaisuuteen ei vaikuta tiedon laatu vaan ainoastaan sen merkittävyys

Korkeimman oikeuden olennaisuuden arviointiin asiassa on vaikuttanut yhtiön oma tiedottaminen. Yhtiö oli itse aiemmin ilmoittanut osavuositarkastuksessaan pitävänsä arvopaperin arvon kannalta merkittävänä tilauksena muun ohella vähintään 1,0 miljoonan euron arvoista tilausta, ja että merkittävistä tilauksista tiedotetaan pörssitiedotteella.

Korkein oikeus toteaa, ettei tilaus ole laatunsa puolesta poikennut yhtiön tavanomaisesta liiketoiminnasta. Tilauksen yhteenlaskettu arvo, noin 8 miljoonaa euroa, on kuitenkin ollut merkittävä verrattuna yhtiön muuhun tilauskantaan sekä yhtiön kyseisen vuoden hieman yli 80 miljoonan euron liikevaihtoon siitä huolimatta, että tilaus jaksottui useammalle tilikaudelle. Tilaus on myös yhtiön toimesta tiedotettu merkittävänä. Henkilö oli ostotoimeksiannot antaessaan tiennyt, että neuvottelujen kohteena olevan sopimuksen arvo ylitti yhtiön omassa tiedottamiskäytännössä merkittävänä pidetyn arvon 1,0 miljoonaa euroa.

Korkeimman oikeuden mukaan olennaisuutta arvioidaan tekohetken tilanteessa ulkopuolisen objektiivisen tarkastelijan kannalta. Kysymyksessä olevan tilauksen kokonaisarvo huomioon ottaen sen taloudellinen merkitys yhtiölle on ollut huomattava. Tieto on osaltaan vahvistanut sijoittajille annettua käsitystä yhtiön taloudellisen tilanteen positiivisesta kehittämisestä.

¹⁸ [KKO:2024:25, diaarinumero R2022/276.](#)

Korkein oikeus korostaa ennakkopäätöksessä järkevän sijoittajan näkökulmaa. Sisäpiiritiedon täsmällisyys ei edellytä, että kurssivaikutuksen suunta olisi ennakoitavissa. Kyseessä olevan tilauksen osalta on kuitenkin ollut todennäköistä, että siitä tiedottaminen saa markkinoilla aikaan positiivisen kurssireaktion. Ottaen huomioon, että yhtiö oli itse ilmoittanut osavuositarkastuksessaan pitävänsä arvopaperin arvon kannalta merkittävänä tilauksena muun ohella vähintään 1,0 miljoonan euron arvoista tilausta, järkevä sijoittaja olisi saatuaan tiedon kyseisestä noin 8 miljoonan euron suuruudesta tilauksesta pikemmin toiminnut tiedon nojalla kuin pitänyt tietoa merkityksettömänä rahoitusvälineen kauppaa koskevassa arviossaan.

Korkein oikeus toteaa, että tiedon katsominen olennaiseksi ei edellytä selvitystä toteutuneesta kurssivaikutuksesta. Tekohetken mukainen tosiasiallinen osakkeen hinnan muutos voi kuitenkin näytöllisesti vahvistaa arviota siitä, että tieto oli merkitykseltään olennainen. Korkein oikeus toteaa, että kysymyksessä olevaa tilausta koskevan pörssitiedotteen julkistamista seurannut osakekurssin nousu tukee johtopäätöstä siitä, että tilauksella on ollut olennainen vaikutus yhtiön osakkeen arvoon. Osakekurssin muutosta ei ole pidettävä vähäisenä yhtiön osakkeen tyypilliseen kurssimuutokseen nähden.

Tahallisuutta koskeva KKO:n arviointi

Henkilö on yhtiön toimitusjohtajana vastannut yhtiön juoksevasta toiminnasta, ja hän on raportoinut yhtiön taloudellisen aseman kehityksestä yhtiön hallitukselle. Henkilö on asemansa puolesta saanut kysymyksessä olevan tilauksen suuruusluokan ja taloudellisen merkityksen arviointiin tarpeelliset tiedot. Hän on siten tiennyt tilausta koskevien neuvottelujen etenemisestä ja tilauksen suuruusluokasta osakekaupoihin ryhtyessään.

Korkeimman oikeuden mukaan henkilön on yhtiön toimitusjohtajana täytynyt ymmärtää tilausta koskevan tiedon merkitys sijoittajien kannalta ja myös se, että julkistettavalla tiedotteella tilauksesta on todennäköisesti osakkeen arvoa nostava vaikutus. Ratkaisevaa on, että henkilö on tiennyt sisäpiiritiedon muodostumisen perusteena olevat tosiseikat, joista sisäpiiritietoa koskeva oikeudellinen arviointi tehdään. Näin ollen henkilön on katsottava menetelleen tahallaan.

Korkeimman oikeuden mukaan tässä arviossa ei ole annettava merkitystä sille seikalle, että henkilö oli keskustellut osakekaupoista etukäteen yhtiön lakimiehen kanssa tai että yhtiössä ei ole pidetty tämän suuruusluokan vireillä olevia tarjouksia sisäpiirinhankkeina. Kaupantekoon arvopaperimarkkinoilla ryhtyvä vastaa itse siitä, ettei kaupankäynnille ole sisäpiiritiedosta johtuvaa estettä.

Finanssivalvonnan huomioita hyviin toimintatapoihin kaupankäynnissä

Finanssivalvonta on verkkosivuillaan julkaissut listayhtiön sisäpiiriläisille suunnatut 10 kaupankäyntiohjetta, joiden tavoitteena on ohjata sisäpiiriläisiä hyviin toimintatapoihin omassa arvopaperikaupankäynnissään¹⁹. Eräitä hyviä toimintatapoja ovat muun muassa kirjallisesti dokumentoitavan kaupankäyntiohjelman laatiminen ja käyttäminen, mahdollisista kaupankäynnin esteistä etukäteen kysyminen yhtiön sisäpiirivastaavalta ja kaupankäynnin ajoittaminen tulosjulkistusten jälkeiseen ajankohtaan.

Hyvin järjestetty sisäpiirihallinto on omiaan vähentämään yhtiön sisäpiiriläisiä koskevia väärinkäytösepäilyjä. On ensiarvoisen tärkeää, että muun muassa sisäpiiritiedon syntymisen ajantasainen arviointi, sisäpiiritiedon lykkääminen, sisäpiiriluetteloiden perustaminen ja jatkuva ylläpito sekä sisäpiiriläisten informointi on järjestetty yhtiössä asianmukaisella tavalla. Puutteet näiden markkinoiden

¹⁹ [Sisäpiiriläisen 10 kaupankäyntiohjetta - Sisäpiiriasiat - www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi).

väärinkäyttöasetuksen mukaisten veloitteiden noudattamisessa voivat johtaa myös yhtiöön kohdistuviin Finanssivalvonnan toimenpiteisiin.

Finanssivalvonta muistuttaa, että jokaisen sijoittajan tulee kuitenkin itse huolellisesti arvioida aina ennen yhtiön rahoitusvälinettä koskevan toimeksiannon antamista, onko hänellä hallussaan yhtiötä koskevaa sisäpiiritietoa. Henkilöllä voi olla hallussaan sisäpiiritietoa, vaikka häntä ei olisi merkitty sisäpiiriluetteloon. Kaupantekoon arvopaperimarkkinoilla ryhtyvä vastaa aina itse siitä, ettei kaupankäynnille ole sisäpiiritiedosta johtuvaa estettä.

Lisäksi Finanssivalvonta korostaa, että sisäpiiritiedon ilmaisu-, neuvonta- ja käyttökiellot koskevat myös muita sijoittajia kuin yhtiön sisäpiiriläisiä. Kiellot ovat yleisiä ja ne koskevat kaikkia arvopaperimarkkinoilla toimivia ja kauppaa käyviä heidän asemastaan ja työtehtävistään riippumatta.

Lisätietoja antavat

- Pia Ovaska, johtava juristi, pia.ovaska(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5296
- Juha Manu, vanhempi valvoja, juha.manu(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5323

Ajankohtaista ESMasta

ESMA on 25.3.2024 julkaissut [loppuraportin](#) (Final Report), joka sisältää luonnokset teknisiksi standardeiksi koskien tiettyjä EU:n kryptovara-asetuksen (MiCA) mukaisia vaatimuksia.

ESMA on 25.3.2024 julkaissut MiCA-asetusta koskevan [kolmannen konsultaatiopaketin](#). Vastauksia pyydetään 25.6.2024 mennessä.

ESMA on 22.5.2024 julkaissut [kannanoton](#), joka sisältää 20 suositusta EU:n pääomamarkkinoiden vahvistamiseksi ja Euroopan kansalaisten ja liike-elämän tarpeiden huomioimiseksi.

ESMA on 28.5.2024 julkaissut [loppuraportin](#) (Final Report), joka sisältää vuoden 2024 ehdotetut muutokset ESEF RTS:ään (European Single Electronic Format Regulatory Technical Standard). Loppuraportti on toimitettu Euroopan komissiolle lopullista hyväksyntää varten.

ESMA on 29.5.2024 julkaissut [lausunnon](#), jossa ESMA muistuttaa liikkeeseenlaskijoita soveltuvasta sääntelykehikosta koskien kommunikaatiota analyytikoiden kanssa (ns. pre-close calls). Finanssivalvonta on julkaissut syksyllä 2023 Markkinat-tiedotteessa 2/2023 [artikkelin](#) liikkeeseenlaskijoiden yhteydenpidosta analyytikoihin.

ESMA on 31.5.2024 julkaissut [loppuraportin](#) (Final Report), joka sisältää luonnokset teknisiksi sääntelystandardeiksi koskien tiettyjä MiCA-asetuksen mukaisia kryptovarapalvelun tarjoajien eturistiriitoja koskevia vaatimuksia.