

Markkinat-tiedote 2/2025

11.6.2025

Markkinat-tiedotteessa

käsitellään ajankohtaisia listayhtiön tiedonantovelvollisuuden, tilinpäätösvalvonnan, arvopaperikaupankäynnin sekä sisäpiiriasioden tulkintoihin ja sääntelyyn liittyviä asioita sekä valvonnan havaintoja. Tiedotteen julkaisee Finanssivalvonnan Pääomamarkkinoiden valvonta.

Markkinat-tiedote 2/2025	1
1 Listautumisesitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia valvotaan jatkossa pääosin jälkikäteen	2
2 Esitesääntelyn muutokset 2024–2026 - Osa 1: Esitepoikkeukset	5
3 Markkinoiden väärinkäytösepäilyistä tulee ilmoittaa Finanssivalvonnalle asianmukaisesti	9
4 Ajankohtaista ESMasta	12

1 Listautumisesitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia valvotaan jatkossa pääosin jälkikäteen

Finanssivalvonta muuttaa nykyistä käytäntöään kommentoida listautumisesitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia esitteen tarkastusaikana. Sääntely ei edellytä markkinointimateriaalin etukäteishyväksyntää eikä -kommentointia. Käytäntöä muutetaan vahvistamaan liikkeeseenlaskijoiden vastuuta materiaalin asianmukaisuudesta ja mahdollistamaan Finanssivalvonnan resurssien suuntaaminen varsinaiseen esitetarkastukseen ja muihin lakisääteisiin tehtäviin.

1.1 Markkinointimateriaalin kommentointiin liittyvät haasteet

Sääntely edellyttää, että esitteeseen liittyvä, Suomessa käytettävä markkinointiaineisto toimitetaan Finanssivalvonnalle viimeistään silloin, kun markkinointi aloitetaan.¹ Sääntely ei kuitenkaan edellytä, että Finanssivalvonta hyväksyisi markkinointimateriaalin niin kuin se hyväksyy esitteen. Pääsääntöisesti Finanssivalvonta ei ole käynyt läpi tai kommentoinut esitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia etukäteen. Poikkeuksena tästä ovat olleet uusien yhtiöiden listautumiset. Niiden yhteydessä Finanssivalvonnalla on ollut käytäntönä kommentoida markkinointimateriaalia etukäteen esitteen tarkastusaikana. Vuonna 2021 Finanssivalvonta kevensi tätäkin menettelyä siten, että se lopetti markkinointiesitteiden tekstien yksityiskohtaisen läpikäynnin, koska tekstit perustuvat yleensä pääosin esitteen teksteihin.

Listautumisanneissa laaditaan runsaasti erilaista markkinointimateriaalia eri kanaviin. Tyypillisesti laaditaan ainakin markkinointiesite, sijoittajaesitys, lukuisia mainoksia sisältävä media- ja somekampanja sekä yhtiön ja merkintäpaikkojen kampanjasivut. Kommentoitavaa materiaalia on ollut paljon, koska Finanssivalvonnalle on toimitettu kaikkien materiaalien kaikki versiot, vaikka ne ovat olleet usein sisällöltään melko samankaltaisia.

Vaikka Finanssivalvonta on edellyttänyt, että markkinointimateriaalissa huomioidaan sääntely ja soveltuvat ohjeet sekä Finanssivalvonnan esitekommentit, on markkinointimateriaaleissa ollut säännönmukaisesti varsin paljon puutteita ja epä johdonmukaisuuksia. Esimerkiksi sääntelyn edellyttämiä tekstejä on lisätty markkinointimateriaaliin vasta Finanssivalvonnan kommenttien perusteella, eikä esitetekstiin tehtyjä muutoksia ja Finanssivalvonnan kommentteja markkinointimateriaaliin ole aina kattavasti huomioitu. Myöskään Finanssivalvonnan esittämiä aiempia näkemyksiä² ei ole kaikissa tapauksissa otettu huomioon.

Käytännössä markkinointimateriaalin kommentointi esitetarkastuksen aikana on ollut erittäin aikaa vievää. Jotta Finanssivalvonnan esitetarkastuksen resursseja voidaan kohdentaa varsinaiseen esitetarkastukseen ja muihin lakisääteisiin tehtäviin, koko markkinointimateriaalin kattavasta etukäteiskommentoinnista luovutaan. Muutos korostaa liikkeeseenlaskijoiden vastuuta markkinointimateriaalin asianmukaisuudesta sekä tarvetta järjestää esitteiden ja markkinointimateriaalin laatijoiden välinen tiedonkulku sujuvaksi esiteprosessin aikana.

¹ Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 3 §.

² Katso tarkemmin Markkinat-tiedote 1/2022 [Listautumisantien-markkinoinnista](#) ja [Markkinat_4_2016](#): Some-markkinoinnin ohjeet.

1.2 Miten listautumisesitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia jatkossa valvotaan?

Jatkossa listautumisesitteisiin liittyvää markkinointimateriaalia valvotaan pääasiassa jälkikäteen. Jälkikäteinen valvonta tarkoittaa käytännössä sitä, että Finanssivalvonta voi puuttua jälkikäteen havaitsemiinsa puutteisiin markkinointimateriaalissa tai tehdä esimerkiksi markkinointimateriaalien asianmukaisuuteen liittyvän, useampaa toimijaa koskevan teema-arvion. Mahdolliset havainnot voivat johtaa erityyppisiin jatkotoimenpiteisiin.

Käytännössä markkinointimateriaali on esitteen lisäksi tärkeä tietolähde vähittäissijoittajille, ja liikkeeseenlaskija vastaa siitä, että se on sääntelyn mukaista. Koko markkinointimateriaali tulee toimittaa lopullisessa muodossaan Finanssivalvonnalle viimeistään silloin, kun markkinointi aloitetaan. Materiaali toimitetaan Finanssivalvonnan kirjaamoon osoitteeseen kirjaamo(at)finanssivalvonta.fi.

Edellä todetusta huolimatta Finanssivalvonnalle voi edelleen toimittaa etukäteen kommentoitavaksi sellaista markkinointimateriaalia, johon liittyviin erityiskysymyksiin toivotaan Finanssivalvonnan näkemystä. Tällaisia erityiskysymyksiä voi liittyä esimerkiksi kampanjasloganeihin, radio- ja tv-mainosten käsikirjoituksiin, yhtiöesitykseen ja taloudellisia tietoja kuvaaviin graafeihin.

Finanssivalvonta korostaa, ettei se edellytä minkään materiaalin toimittamista etukäteen. Mikäli jotain materiaalia halutaan toimittaa, tulee toimitettavasta luonnosmateriaalista ja sen aikataulusta sopia Finanssivalvonnan kanssa viimeistään esitetarkastuksen alussa. Finanssivalvonta kommentoi sille toimitettua markkinointimateriaalia pääsääntöisesti vasta sen jälkeen, kun esitetarkastus on edennyt noin puoliväliin.

1.3 Markkinointimateriaaliin liittyvä sääntely ja ohjeistus

Markkinointimateriaalin laatimisessa tulee noudattaa soveltuvaa sääntelyä ja ohjeistusta. Esitteiden ja markkinointimateriaalien laatijoiden tulisi nykyistä paremmin kiinnittää huomiota sääntelyyn, ESMAn ohjeisiin ja Finanssivalvonnan esittämiin näkemyksiin. Erityisesti:

- Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 ja 3 § sekä 3 luvun 3 §
- Esiteasetuksen mainontaa koskeva 22 artikla
- Komission delegoidun asetuksen 2019/979 mainontaa koskeva IV luku
- ESMAn ohje vaihtoehtoisista tunnusluvuista ([ESMA/2015/1415](#)) (APM)
- Finanssivalvonnan internetsivulla ”[Arvopaperien tarjoaminen ja esitteet](#)” annetut ohjeet
- Markkinat-tiedote 1/2022 [Listautumisantien-markkinoinnista](#)
- [Markkinat 4 2016](#): Some-markkinoinnin ohjeet

1.4 Finanssivalvonnan kommentteja markkinointimateriaaliin

Finanssivalvonta on aiemmissa listautumisesitteisiin liittyviä markkinointimateriaaleja koskevissa kommentteissaan esittänyt seuraavia huomioita ja näkemyksiä, jotka tulee huomioida myös myöhemmissä järjestelyissä.

Esitteestä

- Markkinointimateriaalissa tulee viitata esitteeseen ja mainita paikka, jossa esite on saatavilla. Mainonnassa on kerrottava, missä esite on saatavilla, jotta sijoittaja voi perehtyä kattavasti esitteessä esitettyyn informaatioon.
 - o Markkinointimateriaalin tulee perustua esitteeseen.
 - o Käytännössä mainoksissa on mainittava verkkosivusto, jolla esite on julkaistu tai aiotaan julkaista.
 - Joissain tilanteissa markkinointimateriaaleihin ei ole teknisesti mahdollista sisällyttää viittausta esitteeseen. Esimerkiksi internetsivustolla olevaan banneriin ei välttämättä mahdu mainintaa esitteestä. Tällöin viittaus esitteeseen voi Finanssivalvonnan tulkinnan mukaan olla muualla samalla sivulla tai sivulla, jonne mainosta klikkaamalla pääsee.
- Esiteluonnokseen annetut kommentit on huomioitava myös markkinointimateriaalissa.

Listautumisasi-termistä

- Listautumisasi-termin käyttö saattaa olla harhaanjohtavaa, jos kyseessä on myös osakemyynti, koska listautumisasi-termi antaa sijoittajille kuvan, että kerättävät varat päätyvät yhtiön käyttöön. Tällaisessa tilanteessa tulisi käyttää termiä listautumisasi ja -myynti.
 - o Osakemyynissä osakkeenomistaja myy omistamiaan, olemassa olevia osakkeita, kun taas annilla tarkoitetaan osakeyhtiölain mukaista osakeantia, jolla yhtiö kerää varoja tarjoamalla uusia osakkeita merkittäväksi.

First North -listautumisesta ja pörssi-sanon käyttämisestä

- Markkinointimateriaalista tulee käydä ilmi, että kyseessä on listautuminen First North -markkinalle. Ei tule antaa kuvaa, että yhtiö olisi listautumassa säännellylle markkinalle.
- Esimerkiksi pörssi- tai pörssilistaus-termien käyttö listautumisannin markkinoinnin yhteydessä antaa sijoittajille kuvan, että yhtiö olisi listautumassa säännellylle markkinalle. Termien käyttö on harhaanjohtavaa, jos kyseessä ei ole listautuminen säännellylle markkinalle, vaan monenkeskiselle markkinapaikalle, kuten First North -listalle.
 - o Nasdaq First North Growth Market -yhtiöihin ei sovelleta samoja sääntöjä kuin säännellyillä päämarkkinoilla, vaan ne noudattavat pienille kasvuyhtiöille sovellettuja, vaatimustasoltaan alhaisempia sääntöjä. Nasdaq First North Growth Market -yhtiöön sijoittaminen saattaa tämän vuoksi sisältää suuremman riskin kuin säänneltyjen päämarkkinoiden yhtiöihin sijoittaminen.

Väitteistä

- Yhtiön markkina-asemaan ja liiketoimintaan liittyvät väitteet, kuten esimerkiksi ”suurin”, ”huipputason osaaminen”, ”johtava” ja ”vahva markkina-asema” tulee perustella. Tulisi kertoa esimerkiksi seuraavat seikat:
 - o Millä kriteerillä mitattuna yhtiö on suurin?
 - o Mistä ajankohdasta on kyse?
 - o Millä maantieteellisellä alueella/toimialalla yhtiö on markkinajohtaja?
 - o Mihin lähteeseen tai kenen näkemykseen väite perustuu?
- Markkinointimateriaalissa ei tule esittää väittämiä, joita ei ole sisällytetty esitteeseen.
- Markkinointimateriaalista tulee selkeästi käydä ilmi, mikä liiketoiminta ja mitkä tulovirrat ovat jo olemassa olevia/toteutuneita ja mitkä ovat vasta yhtiön suunnitelmia tai tavoitteita.
- Ei tule antaa kuvaa, että esimerkiksi liiketoiminnan kasvu olisi varmaa.

Graafeista

- Markkinointimateriaalissa ei tule esittää liikkeenlaskijasta myöskään kuvaajien tai taulukoiden muodossa tietoja, joita ei ole sisällytetty esitteeseen.
- Markkinointimateriaaleihin sisällytetyistä kuvaajista tulisi selkeästi käydä ilmi
 - o mitä tietoja ja miltä ajankohdalta kuvataan (otsikointi ja kuvaajien tiedot) ja
 - o mistä esitetyt tiedot ovat peräisin (lähdeviittaukset).

Taloudellisista tiedoista

- Taloudellisten lukujen valikoiva esittäminen markkinointimateriaalissa ei saa olla harhaanjohtavaa.
- Vaihtoehtoisia tunnuslukuja ei tule korostaa (suhteessa tilinpäätöksessä esitettyyn).

- Mikäli esitetään esimerkiksi oikaistu EBITA-marginaali, tulee esittää rinnalla liikevoitosta vastaava tieto.
- Markkinointimateriaaliin sisällytyistä taloudellisista tiedoista tulee käydä selkeästi ilmi, ovatko luvut tilintarkastettuja vai tilintarkastamattomia.

Riskeistä

- Markkinointimateriaalissa ei tule antaa myönteisille seikoille enempää huomiota kuin kielteisille, vaan on kiinnitettävä huomiota yhtiön ja sen osakkeen ominaisuuksien tasapuoliseen kuvaamiseen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että jos markkinointimateriaalissa kuvataan esimerkiksi yhtiön kasvua, vahvuuksia ja markkinan odotettua kehitystä, tulee samassa yhteydessä tuoda esiin myös näihin liittyvät riskit.
 - Erityisesti markkinointiesitteeseen ja sijoittajaesitykseen tulee sisällyttää myös riskitekijät.

Yleistä

- Markkinointimateriaalin tulee olla kokonaisuudessaan johdonmukaista ja perustua esitteeseen.
- Selkeään esittämistapaan ja tekstien luettavuuteen (ml. tekstikoko) tulee kiinnittää huomiota.

Lisätietoja antavat

- Marianne Demecs, johtava 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
- Minna Toiviainen, vanhempi valvoja, minna.toiviainen(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5219
- Kirsi Vuorela, vanhempi valvoja, kirsi.vuorela(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5399.

2 Esitesääntelyn muutokset 2024–2026 - Osa 1: Esitepoikkeukset

Esitesääntelyn muutokset laajentavat merkittävästi listayhtiöiden mahdollisuuksia tarjota arvopapereita yleisölle ilman esitettä. Esitepoikkeusten käyttäminen edellyttää kuitenkin, että kaikki sääntelyssä asetetut edellytykset täyttyvät. Artikkelin ensimmäinen osa artikkelisarjaa, jolla Finanssivalvonta kertoo esitesääntelyn muutoksista.

2.1 Esitesääntelyn muutosten aikataulu

Esitesääntelyä on kevennetty ns. Listing Actin³ tuomilla muutoksilla. Muutokset tulevat sovellettaviksi portaittain. Osa muutoksista, esimerkiksi uudet esitepoikkeukset, tulivat sovellettaviksi jo 4.12.2024. Uusia esitetyyppejä, eli EU:n jatkoantiesitettä ja EU:n kasvuantiesitettä, koskeva sääntely tulee sovellettavaksi 5.3.2026. Muiden esitetyyppien muutetut sisältövaatimukset tulevat sovellettaviksi 5.6.2026.

³ Esiteasetusta on muutettu 4.12.2024 voimaan tulleella Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksella 2024/2809 (ns. Listing Act).

Kuvio 1. Yhteenveto esitesääntelyn muutosten aikataulusta



Tässä artikkelissa käsitellään vain esitepoikkeusten muutoksia. Esitesääntely on kuitenkin Listing Actin myötä muutunut myös muilta osin 4.12.2024. Esimerkiksi riskitekijöitä koskevan 16 artiklan, esitteen viitattuja tietoja koskevan 19 artiklan sekä täydennystä ja perumisoikeutta koskevan 23 artiklan muutokset ovat jo tulleet sovellettaviksi.

2.2 Yleistä esitepoikkeuksista

Esitepoikkeuksilla tarkoitetaan poikkeuksia esitteen laatimisvelvollisuudesta, joka muutoin syntyisi tarjottaessa arvopapereita yleisölle tai haettaessa niitä kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Tässä yhteydessä on hyvä huomata, ettei esiteasetus tai esitevelvollisuus koske arvopaperien hakemista kaupankäynnin kohteeksi monenkeskiseen kaupankäyntiin. Listauduttaessa esimerkiksi FN-listalle⁴ laaditaan pörssin sääntöjen mukaisesti yhtiöesite. Näissäkin tilanteissa esitevelvollisuus voi syntyä, jos arvopapereita tarjotaan yleisölle.

Esitepoikkeuksista, jotka liittyvät arvopaperien *tarjoamiseen*, säädetään esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohdassa ja poikkeuksista, jotka liittyvät *kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen*, 1 artiklan 5 kohdassa. Listing Act on tuonut muutoksia molempiin kohtiin. Muutokset laajentavat merkittävästi listayhtiöiden (sekä päälista- että FN-yhtiöiden) mahdollisuuksia tarjota samanlaisia arvopapereita yleisölle ja päälistayhtiöiden mahdollisuuksia hakea uusien, samanlaisien arvopaperien listalleottoa ilman esitettä. Esitepoikkeusten käyttäminen edellyttää kuitenkin, että kaikki sääntelyssä asetetut edellytykset täyttyvät.

2.3 Uudet esitepoikkeukset

Seuraavassa käsitellään Listing Actin esiteasetukseen tuomia uusia esitepoikkeuksia ja niihin liittyvää poikkeusasiakirjaa.⁵

2.3.1 Arvopaperien tarjoamiseen liittyvät listayhtiöiden uudet esitepoikkeukset

Arvopaperien tarjoamiseen liittyvät alla kuvatut poikkeukset ovat uusia.

Esitteen julkaisemisvelvollisuutta ei sovelleta seuraavanlaisiin arvopapereiden tarjoamisiin yleisölle:

⁴ FN-listalla tarkoitetaan monenkeskistä kaupankäyntijärjestelmää. First North Growth Market on EU:n rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin mukaan rekisteröity pienten ja keski suurten yhtiöiden kasvumarkkina.

⁵ Esiteasetuksessa on muitakin esitepoikkeuksia ja joihinkin näistä liittyy velvollisuus laatia sääntelyssä edellytetty asiakirja. Tällaisten asiakirjojen sisältövaatimukset eroavat kuitenkin tässä käsitellyn esiteasetuksen liitteen IX mukaisen poikkeusasiakirjan sisällöstä.

1. Tarjoamispoikkeus alle 30 prosentin lisäerille

Sellaisten arvopapereiden tarjoaminen, jotka aiotaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla, ja jotka ovat samanlaisia kuin samalla markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevat arvopaperit, edellyttäen, että kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- i. arvopaperien osuus samalla markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevien osakkeiden lukumäärästä on alle 30 prosenttia 12 kuukauden ajanjaksona;
- ii. arvopapereiden liikkeeseenlaskija ei ole uudelleenjärjestely- tai maksukyvyttömyysmenettelyssä;
- iii. asiakirja, joka sisältää liitteessä IX vahvistetut tiedot ("poikkeusasiakirja"), toimitetaan Finanssivalvonnalle sähköisessä muodossa ja annetaan samaan aikaan yleisön saataville sääntelyn edellyttämällä tavalla.

(Katso tarkemmin muutetun esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohdan da-alakohta.)

2. Tarjoamispoikkeus vähintään 18 kuukautta listattuina olleille yhtiöille

Sellaisten arvopapereiden tarjoaminen, jotka ovat samanlaisia kuin arvopaperit, jotka ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla tai pk-yritysten kasvumarkkinalla yhtäjaksoisesti vähintään 18 kuukauden ajan ennen uusien arvopapereiden tarjoamista, edellyttäen, että kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- i. yleisölle tarjottavia arvopapereita ei lasketa liikkeeseen sellaisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä, jossa vastikkeena tarjotaan arvopapereita, taikka sulautumisen tai jakautumisen yhteydessä;
- ii. arvopapereiden liikkeeseenlaskija ei ole uudelleenjärjestely- tai maksukyvyttömyysmenettelyssä;
- iii. asiakirja, joka sisältää liitteessä IX vahvistetut tiedot ("poikkeusasiakirja"), toimitetaan Finanssivalvonnalle sähköisessä muodossa ja annetaan samaan aikaan yleisön saataville sääntelyn edellyttämällä tavalla.

(Katso tarkemmin muutetun esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohdan db-alakohta.)

2.3.2 Arvopaperien ottamiseen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle liittyvät muutetut/uudet esitepoikkeukset

Listalleottoon liittyviä prosenttimääräisiä poikkeuksia on laajennettu nostamalla lisäerän määrää aiemmasta 20 prosentista 30 prosenttiin. Vähintään 18 kuukautta listalla olleiden yhtiöiden poikkeus on uusi.

Esitteen julkaisemisvelvollisuutta ei sovelleta seuraavien arvopapereiden kaupankäynnin kohteeksi ottamiseen säännellyllä markkinalla:

1. Listalleottopoikkeus alle 30 prosentin lisäerille

Arvopaperit, jotka ovat samanlaisia kuin samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevat arvopaperit, edellyttäen, että niiden osuus samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevien osakkeiden lukumäärästä on alle 30 prosenttia 12 kuukauden ajanjaksona;

(Katso tarkemmin muutetun esiteasetuksen 1 artiklan 5 kohdan a-alakohta.)

2. Listalleottopoikkeus muuntamalla saaduille alle 30 prosentin lisäerille

Osakkeet, jotka saadaan muuntamalla tai vaihtamalla muita arvopapereita taikka käyttämällä muiden arvopapereiden tuottamia oikeuksia, jos saadut osakkeet ovat samanlaisia kuin samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevat arvopaperit. Edellytyksenä on, että mainittujen osakkeiden osuus samalla säännellyllä markkinalla kaupankäynnin kohteena jo olevien samanlajisten osakkeiden

lukumäärästä on alle 30 prosenttia 12 kuukauden ajanjaksona, jollei tämän kohdan toisesta alakohdasta muuta johdu.

(Katso tarkemmin muutetun esiteasetuksen 1 artiklan 5 kohdan b-alakohta.)

3. Listalleotto poikkeus 18 kuukautta listattuina olleille yhtiöille

Arvopaperit, jotka ovat samanlaisia kuin arvopaperit, jotka ovat olleet kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla yhtäjaksoisesti vähintään 18 kuukauden ajan ennen uusien arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi, edellyttäen, että kaikki seuraavat edellytykset täyttyvät:

- arvopapereita, jotka on tarkoitus ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, ei lasketa liikkeeseen sellaisen julkisen ostotarjouksen yhteydessä, jossa vastikkeena tarjotaan arvopapereita, taikka sulautumisen tai jakautumisen yhteydessä;
- arvopapereiden liikkeeseenlaskija ei ole uudelleenjärjestely- tai maksukyvyttömyysmenettelyssä;
- asiakirja, joka sisältää liitteessä IX vahvistetut tiedot ("poikkeusasiakirja"), toimitetaan Finanssivalvonnalle sähköisessä muodossa ja annetaan samaan aikaan yleisön saataville sääntelyn edellyttämällä tavalla.

(Katso tarkemmin muutetun esiteasetuksen 1 artiklan 5 kohdan ba-alakohta.)

Taulukko 1. Yhteenvedo keskeisistä uusista/muutetuista esitepoikkeuksista

Esiteasetuksen 1(4) ja 1(5) muutoksia	Tarjoaminen da) alle 30 %:n lisäerä	Tarjoaminen db) Väh. 18 kk listatut	Listalleotto a) alle 30 %:n lisäerä	Listalleotto ba) Väh. 18 kk listatut
Edellytys	Alle 30 %:n lisäerä	Vähintään 18 kk listalla	Alle 30 %:n lisäerä	Vähintään 18 kk listalla
Markkinapaikka	Säännelty ja kasvumarkkina	Säännelty ja kasvumarkkina	Säännelty markkina	Säännelty markkina
Samanlaisia arvopapereita	✓	✓	✓	✓
Merkintäoikeusannit	✓	✓	✓	✓
Sulautuminen, jakautuminen tai ostotarjous vaihtotarjouksena	✓	✗	✓	✗
Yhtiö uudelleenjärjestely- tai maksukyvyttömyysmenettelyssä	✗	✗	✓	✗
Poikkeusasiakirja	✓	✓	-	✓

Uusiin esitepoikkeuksiin liittyy edelleen tulkintakysymyksiä, joihin EU:n komission odotetaan ottavan kantaa. Lisäksi ESMAn odotetaan antavan ohjeistusta sääntelyn soveltamisesta. Kysymykset liittyvät esimerkiksi poikkeusten soveltamisalaan ja poikkeusasiakirjan sisältövaatimuksiin.

2.4 Poikkeusasiakirjan laatiminen ja toimittaminen Finanssivalvonnalle

Poikkeusasiakirjaan⁶ tulee sisällyttää esiteasetuksen liitteen IX mukaiset tiedot. Lisäksi asiakirjaa koskevat seuraavat vaatimukset:

- Asiakirjan on oltava tulostettuna enintään 11 A4-kokoisen sivun pituinen.
- Asiakirjan on oltava esitystapansa, asettelunsa ja kirjasinkokonsa puolesta helppolukuinen.
- Asiakirja on laadittava kotijäsenvaltion virallisella kielellä tai vähintään yhdellä sen virallisista kielistä taikka jollakin muulla kyseisen jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen hyväksymällä kielellä.

Finanssivalvonta ei tarkasta tai hyväksy näitä poikkeusasiakirjoja. Poikkeusasiakirjat toimitetaan Finanssivalvonnalle sähköisessä muodossa ja annetaan samaan aikaan yleisön saataville sääntelyn edellyttämällä tavalla.

Poikkeusasiakirjat toimitetaan toistaiseksi Finanssivalvonnan kirjaamoon osoitteeseen kirjaamo(at)finanssivalvonta.fi. Poikkeusasiakirjojen toimittamisen yhteydessä tulisi mainita, että kyseessä on esiteasetuksen liitteen IX mukainen asiakirja.

Lisätietoja antavat

- Marianne Demecs, johtava 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
- Minna Toiviainen, vanhempi valvoja, minna.toiviainen(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5219
- Kirsi Vuorela, vanhempi valvoja, kirsi.vuorela(at)finanssivalvonta.fi tai puhelin 09 183 5399.

3 Markkinoiden väärinkäytösepäilyistä tulee ilmoittaa Finanssivalvonnalle asianmukaisesti

Markkinoiden väärinkäytösepäilyjen asianmukainen toimittaminen on Finanssivalvonnan huomion kohteena vuonna 2025. Finanssivalvonnan havaintojen mukaan ilmoituksia tulee melko keskittyneesti tietyiltä markkinatoimijoilta. Lisäksi väärinkäytösepäilyjen ilmoituskynnyksessä ja ilmoitusten sisältämän informaation yksityiskohtaisuudessa ja laajuudessa on huomattavia eroja eri ilmoittajien välillä. Tässä artikkelissa käydään läpi väärinkäytösepäilyistä ilmoittamisen hyviä käytäntöjä.

3.1 Yleistä markkinoiden väärinkäytösepäilyjen ilmoitusvelvollisuudesta

Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (Market Abuse Regulation, MAR)⁷ 16 artiklan mukaan markkinoiden ylläpitäjien ja sijoituspalveluyritysten, jotka toimivat kauppapaikan ylläpitäjinä sekä kaikkien henkilöiden, jotka ammattinsa puolesta järjestävät tai toteuttavat liiketoimia, on otettava käyttöön tehokkaat järjestelyt, järjestelmät

⁶ Poikkeusasiakirjalla tarkoitetaan tässä esiteasetuksen 1 artiklan 4 kohdan ensimmäisen alakohdan da- ja db-alakohdassa ja 1 artiklan 5 kohdan ensimmäisen alakohdan ba-alakohdassa tarkoitettua asiakirjaa.

⁷ Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014.

ja menettelyt epäilyttävien toimeksiantojen ja liiketoimien havaitsemiseksi ja niistä ilmoittamiseksi ja ylläpidettävä näitä järjestelyitä, järjestelmiä ja menettelyitä.

Valvonnan on katettava kaikki saadut ja välitetyt toimeksiannot sekä kaikki toteutetut liiketoimet riippumatta toiminnan laajuudesta. Valvonnan tehokkuutta ja kattavuutta on arvioitava säännöllisesti vähintään vuosittain. Dokumentaatio vuosittaisesta arvioinnista ja mahdollisista arvioinnin perusteella tehdyistä toimenpiteistä on toimitettava pyydettyä Finanssivalvonnalle. Väärinkäytösvalvonnan järjestämistä on käsitelty Finanssivalvonnan [valvottavatiedotteessa 69/2019](#).

Jos edellä kuvatulla markkinatoimijalla on perusteltu syy epäillä, että rahoitusvälinettä koskevassa toimeksiantossa tai liiketoimessa, riippumatta siitä, annetaanko tai toteutetaanko se kauppapaikalla tai sen ulkopuolella, voi olla kyse sisäpiirikaupasta, markkinoiden manipuloinnista tai niiden yrityksestä, markkinatoimijan on ilmoitettava asiasta Finanssivalvonnalle viipymättä. Komission delegoidun asetuksen (EU) 2016/957 7 artiklassa ja delegoidun asetuksen liitteessä kuvataan tarkemmin epäilyttävää liiketoimintaa tai toimeksiantoa koskevan ilmoituksen (STOR⁸) sisältö. Finanssivalvonnan [verkkopalvelussa](#) on saatavilla STOR-ilmoituslomake ja ohjeet STOR-ilmoituksen toimittamiseen.

MAR:n mukaisten STOR-ilmoitusten lisäksi kenellä tahansa markkinoilla toimivalla on mahdollisuus toimittaa väärinkäytösepäilyjä (nk. *whistleblowing*-järjestelmä) tai vapaamuotoisia markkinahavaintoja Finanssivalvonnalle.

3.2 Ilmoituksilla on keskeinen merkitys markkinoiden väärinkäytösten valvonnassa

Sijoituspalvelun tarjoajien ja markkinoiden ylläpitäjien epäilyttäviä liiketoimia ja toimeksiantoja koskevan valvonnan kattava ja laadukas järjestäminen on keskeistä markkinoiden väärinkäytösten, kuten sisäpiiritiedon väärinkäytön ja markkinoiden manipuloinnin tai niiden yritysten, havaitsemiseksi.

Markkinatoimijoiden tulee ottaa epäilyttävien liiketoimien ja toimeksiantojen valvonnassaan itse valvonnan järjestämisen lisäksi huomioon velvoite ilmoittaa mahdollisista väärinkäytöksistä viipymättä Finanssivalvonnalle. Markkinatoimijoiden tekemillä STOR-ilmoituksilla ja niiden laadulla on merkittävä rooli Finanssivalvonnan suorittamassa markkinoiden väärinkäytösten valvonnassa.

Osana väärinkäytösepäilyjen asianmukaisen toimittamisen arviointia Finanssivalvonta kohdentaa huomiotaan MAR 16 artiklan tarkoittamiin markkinatoimijoihin, joiden liiketoimintansa kokoluokan, mittakaavan ja luonteen puolesta olisi voinut olettaa havaitsevan markkinoiden väärinkäytöksiä, mutta joilta Finanssivalvonta ei ole vastaanottanut liiketoimintaa vastaavassa määrin tai jopa lainkaan STOR-ilmoituksia.

3.3 STOR-ilmoitusten sisältö ja ilmoituskynnys

Väärinkäytösepäilyjen toimittamisen asianmukaisuutta arvioidessaan Finanssivalvonta kiinnittää huomiota muun muassa STOR-ilmoituksen sisältämän informaation yksityiskohtaisuuteen ja laajuuteen sekä ilmoituskynnykseen.

Ilmoitus tulee toimittaa Finanssivalvonnalle viipymättä, kun on syntynyt perusteltu epäily, että toimeksiantossa tai liiketoimessa voi olla kyse sisäpiirikaupoista tai markkinoiden manipuloinnista tai niiden yrityksestä. Siten ilmoituksessa ei tarvitse esittää varmaa näyttöä markkinoiden väärinkäytöksen tosiasiallisesta tapahtumisesta, vaan ilmoituksen tekemiseen riittää perusteltu epäily. Ilmoituksen saatuaan Finanssivalvonta ja muut valvontaviranomaiset voivat käyttää omia toimivaltuuksiaan mahdollisen lisänäytön hankkimiseen.

⁸ Suspicious Transactions and Orders Report

Finanssivalvonta pystyy tutkimaan väärinkäytösepäilyä kuitenkin sitä tehokkaammin, mitä kattavammat ja yksityiskohtaisemmat tiedot ilmoituksessa on kaupankävijästä ja epäilyttävistä kaupankäyntitapahtumista. Ilmoitusta on myös mahdollista tarvittaessa täydentää toimittamalla Finanssivalvonnalle asiaankuuluvia lisätietoja ilmoituksen tekemisen jälkeen.

Joissakin tilanteissa markkinoiden väärinkäytöstä koskeva perusteltu epäily saattaa syntyä vasta jonkin ajan kuluttua epäilyttävän toiminnan jälkeen myöhempien tapahtumien tai tietojen perusteella. Myös tällaisissa tapauksissa epäilyttävästä toiminnasta tulee ilmoittaa valvojalle. Tällaisessa erityistilanteessa ilmoituksessa tulisi perustella viive epäilyttävän toiminnan tapahtumisen ja väärinkäytösepäilyn toimittamisen välillä.

Ilmoituksessa tulee kertoa selvästi, minkälaista markkinoiden väärinkäytöstä epäillään ja perustelut epäilylle. Ilmoituksen tulee sisältää selkeä tapahtumakuvaus. Lisäksi siitä on käytävä ilmi muun muassa toimeksiannon sekä kaupankäynnin tyyppi, toiminnan tapahtumapaikka, ajankohta, hinta ja volyymit. Finanssivalvonta muistuttaa, että ilmoitukseen on liitettävä myös kaikki asian kannalta olennainen dokumentaatio, kuten toimeksiantotiedot, puhelintallenteet ja sähköpostikeskustelut.

3.4 Sisäpiiritiedon väärinkäytön epäilyt

Sisäpiiritieto on määritelty markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 7 artiklassa. Sisäpiiritiedon väärinkäytösepäily liittyy siten lähtökohtaisesti pörssitiedotteella tai yhtiötiedotteella julkistettuun sisäpiiritietoon. Mikäli sisäpiiritiedon väärinkäytösepäily liittyy esimerkiksi lehdistötiedotteella julkaistuun tietoon, ilmoituksessa tulisi mainita, millä perusteella ilmoittaja pitää lehdistötiedotteen sisältämää tietoa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen mukaisena sisäpiiritietona.

Sisäpiiritiedon väärinkäytösepäily voi kohdistua kehen tahansa kaupankävijään eli markkinoiden väärinkäytöstä epäillyn kaupankävijän ei tarvitse esimerkiksi olla liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläinen. Mikäli markkinatoimijan tiedossa on mahdollinen yhteys kaupankävijän ja rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijan ja/tai sisäpiiritiedon välillä, tämä on hyvä tuoda esille ilmoituksessa.

Todennettu tai epäilty yhteys kaupankävijän ja liikkeeseenlaskijan tai muun sisäpiiritietoon mahdollisesti liittyvän tahon välillä ei siis ole välttämätön ilmoituksen toimittamiselle, vaan epäilystä voi ilmoittaa ilmankin, jos asiassa on muuten perusteita epäillä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Muun muassa sijoituspalvelun tarjoajan asiakkaan tiettyjen kauppajen poikkeuksellisuus suhteessa kaupankävijän tavanomaiseen kaupankäyntiin ja onnistunut ajoitus ennen sisäpiiritiedon julkistusta voivat puoltaa ilmoituksen toimittamista Finanssivalvonnalle.

3.5 Markkinoiden manipuloinnin epäilyt

Markkinoiden manipulointi on määritelty markkinoiden väärinkäyttöasetuksen 12 artiklassa. Asetuksen mukaan markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan muun muassa kauppaa koskevaa toimeksiantoa, joka antaa vääriä tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen, esimerkiksi osakkeen, kysynnästä, tarjonnasta tai hinnasta. Muun muassa toistuva kaupankäyntitapa, jossa kaupankävijän toiminnassa ei vaikuta olevan taloudellista tarkoitusta, ja joka on omiaan antamaan muille markkinaosapuolille harhaanjohtavaa kuvaa arvopaperin hinnasta tai kaupankäyntivolyyymista, saattaa olla manipulatiivista. Kaupankäyntiä tulisi tarkastella sellaiselta aikaväliltä, jolla kaupankävijän toiminnasta ja kaupankäynnin mahdollisesta manipulatiivisuudesta saadaan riittävä kokonaiskuva.

Ilmoituksesta on hyvä käydä selkeästi ilmi, mitä manipuloinnin muotoa epäillään, mikäli sellainen on määriteltävissä. Ei-tyhjentävä ja esimerkinomainen listaus manipuloinnin indikaattoreista on komission delegoidun asetuksen (EU) 2016/522 liitteessä II.

Finanssivalvonnan aiemmissa Markkinat-tiedotteissa on käyty läpi erilaisia manipuloinnin muotoja ja niiden ominaispiirteitä:

- [Markkinat-tiedote 2/2024: Hyviä käytäntöjä sijoituspalvelun tarjoajien näennäiskauppojen valvonnassa ja kaupankäynnin erityistilanteita](#)
- [Markkinat-tiedote 1/2023: Näennäiskaupat kiellettynä markkinoiden manipulointina](#)
- [Markkinat-tiedote 1/2022: Sisäpiiritiedon käyttö- ja ilmaisukiellot koskevat muitakin kuin sisäpiiriläisiä](#)
- [Markkinat-tiedote 2/2021: Sijoitusaiheinen keskustelu sosiaalisessa mediassa](#)
- [Markkinat-tiedote 2/2020: Harhaanjohtavien toimeksiantojen antaminen on rangaistavaa](#)
- [Markkinat-tiedote 3/2018: Kaupankäynti pienillä osto- tai myyntitarjouksilla saattaa sisältää manipulatiivisia piirteitä](#)

Lisätietoja antavat

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

4 Ajankohtaista ESMasta

- ESMA on 21.5.2025 julkaissut kannanottopyynnön koskien yksityissijoittajan sijoituspolkua. Tavoitteena on kerätä sidosryhmien palautetta, jotta saataisiin parempi käsitys siitä, miten yksityissijoittajat käyttävät sijoituspalveluita ja onko olemassa sääntelyyn tai muihin tekijöihin liittyviä esteitä, jotka saattavat vähentää heidän osallistumistaan pääomamarkkinoille. Vastauksia pyydetään 21.7.2025 mennessä.
- ESMA on 7.5.2025 julkaissut neuvonsa Euroopan komissiolle ns. Listing Act -sääntelykokonaisuuden tavoitteisiin liittyen. Tämä loppuraportti sisältää ESMA:n teknisen neuvon markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (MAR) sekä MiFID-sääntelyn osuuteen, joka koskee pk-yritysten kasvumarkkinoita (SME GMs).
- ESMA on 10.4.2025 julkaissut [lopullisen raportin](#) säännöistä, jotka selittävät, kuinka sijoituspalveluyritysten tulisi laatia toimeksiantojen toteuttamiskäytäntönsä ja arvioida niiden tehokkuutta.
- ESMA on 10.4.2025 julkaissut [lopullisen raportin](#), joka sisältää kolme luonnosta teknisiksi sääntelystandardeiksi osana rahoitusvälineiden markkinoita koskevan asetuksen (MiFIR) uudelleentarkastelua. Aiheina mm. yhden volyymikaton soveltaminen ja läpinäkyvyyslaskelmat, uusi laadullinen järjestelmä systemaattisille sisäisille toteuttajille (Systematic Internalisers) ja säännöt kaupankäynnin keskeytysmekanismeista (circuit breakers) ja kaupankäyntipaikkojen operatiivisesta kestävyyydestä.
- ESMA on 8.4.2025 julkaissut [kuulemisasiakirjan](#) koskien EMIR 3 määrittelyvelvollisuuden kynnysarvoja. Vastauksia pyydetään 16.6.2025 mennessä.
- ESMA on 3.4.2025 julkaissut [kuulemisasiakirjan](#) johdannaisten läpinäkyvyysvaatimuksista MiFIR-tarkistuksen yhteydessä. Vastauksia pyydetään 3.7.2025 mennessä.
- ESMA on 3.4.2025 julkaissut [kuulemisasiakirjan](#), jossa ehdotetaan muutoksia sisäpiirilistojen laatimis- ja päivittämismuotoihin osana esitesääntelyn (Listing Act) muutoksia markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (MAR). Vastauksia pyydettiin 3.6.2025 mennessä.

- ESMA on 1.4.2025 [tiedottanut](#) julkaisseensa ensimmäisen koodipaketinsä julkisessa GitHub-koodivarastossa edistääkseen ESMAn tietojen saatavuutta ja helpottaakseen niiden käyttöä.
- Euroopan valvontaviranomaiset ovat 31.3.2025 julkaisseet [arviointiraportin](#) arvopaperistamisasetuksesta.
- Euroopan valvontaviranomaiset ovat 31.3.2025 julkaisseet [yhteisen komitean päivityksen](#) EU:n rahoitusjärjestelmän riskeistä ja haavoittuvuuksista kevään 2025 osalta, mikä keskittyy geopolitiisiin jännitteisiin ja kyberriskeihin liittyviin haasteisiin.
- ESMA on 18.2.2025 julkaissut [kuulemisasiakirjan](#), jossa pyydetään palautetta ohjeista, jotka koskevat uusia arvopaperityyppejä esitteleviä perusesitteen täydennyksiä. Vastauksia pyydettiin 19.5.2025 mennessä.
- ESMA on 7.2.2025 [tiedottanut](#), että ESMA tukee Euroopan komission tavoitetta yksinkertaistaa ja vähentää raportointitaakkaa rahoitusallalla.
- ESMA on alkuvuodesta julkaissut MiCA-asetukseen liittyviä [ohjeita](#). Nämä astuivat voimaan kevään aikana. ESMA on myös julkaissut [luettelon](#) jäsenvaltioiden päättämistä MiCA-asetuksen mukaisista siirtymäkausista.
- ESMA on alkuvuodesta julkaissut [varoituksen](#) tekoälyn käytöstä sijoittamisessa.