SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 244

Tero Kurenmaa

SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ

SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ

SUOMALAISEN LAKIMIESYHDISTYKSEN JULKAISUJA
A-sarja N:o 244

Tero Kurenmaa

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö

Yliopistollinen väitöskirja, joka Helsingin yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan suostumuksella esitetään julkisesti tarkastettavaksi yliopiston päärakennuksen auditoriossa XII perjantaina 19.9.2003 kello 12.

WITH AN ENGLISH SUMMARY

SUOMALAINEN LAKIMIESYHDISTYS • HELSINKI

Julkaisuvaliokunta
Raimo Lahti, puheenjohtaja
Markku Helin
Mika Hemmo
Risto Nuolimaa
Lea Purhonen, sihteeri

Tilausosoite
Suomalainen Lakimiesyhdistys
Kasarmikatu 23 A 17
00130 Helsinki
p. (09) 603 567
f. (09) 604 668
sly@lakimies.org
www.lakimies.org

Verkkokirjan ISBN 978-951-855-548-6

© 2003 Suomalainen Lakimiesyhdistys ja Tero Kurenmaa

ISSN 0356-7206
ISBN 951-855-215-0

Gummerus Kirjapaino Oy, Jyväskylä 2003

Alkusanat

Ajatus sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tutkimuksen tekemisestä syntyi työskennellessäni aikaisemmin Rahoitustarkastuksessa. Tehtäviini kuului arvopaperimarkkinarikosten tutkiminen. Työssäni huomasin, ettei käytännön toimintaa helpottavaa arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvää oikeuskirjallisuutta löydy juuri ollenkaan. Koska ei ollut edes odotettavissa, että kukaan tulisi lähiaikoina helpottamaan tätä tilannetta minkäänlaisilla tutkimuksilla, päätin itse aloittaa tarkemman perehtymisen yhteen arvopaperimarkkinarikostyyppiin eli sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Tutkimuksen alkuvaiheessa en osannut aavistaakaan, kuinka kauan työn tekeminen kestää ja kuinka se voi viedä mennessään. Vaikka matkan varrella on aika ajoin ollut hetkiä, jolloin olisi tehnyt mieli pistää pillit pussiin, on tutkimuksen tekeminen kuitenkin pääosin ollut myönteinen kokemus. Intoa on usein ylläpitänyt se, että moni tuttu henkilö on samanaikaisesti ollut suorittamassa jatko-opintoja työn ohella. Lähettyvillä on siten koko ajan ollut henkilöitä, joiden kanssa keskustella tutkimuksellisista asioista. Koska henkinen kynnys tutkimuksen aloittamiseen oli korkea, on ollut rohkaisevaa havaita, että oikeustieteellisessä tiedekunnassa pidetään hyvänä asiana sitä, että tutkimustyöhön osallistutaan myös varsinaisen tutkijayhteisön ulkopuolelta.

Professori Raimo Lahti on tutkimuksen ohjaajana koko ajan suhtautunut kannustavasti työhöni sekä tarpeen tullen antanut suuntaviivoja ongelmien yli pääsemiseksi. Tästä suuret kiitokset hänelle. Suuret kiitokset kuuluvat myös työn esitarkastajille professori Ari-Matti Nuutilalle ja professori Mika Hemmolle heidän positiivisesta asennoitumisestaan työtäni kohtaan. Professori Ari-Matti Nuutila ystävällisesti lupautui toimimaan myös vastaväittäjänä.

Arvokkaista huomioista ja kommenteista haluan kiittää ystäviäni Janne Häyrystä, Jarmo Parkkosta ja Jyrki Mannista Rahoitustarkastuksesta, Asko Välimaata Oikeusministeriöstä sekä Tuula Kalliota Varma-Sammosta, jotka kaikki lukivat käsikirjoitukseni sen eri vaiheissa. Edellä mainittujen ohella kiitokset kuuluvat myös niille ystävilleni, joiden kanssa käydyillä keskusteluilla on ollut suurta merkitystä työn etenemisessä ja motivaation ylläpitämisessä eli Erkki Rajaniemelle Varma-Sammosta, Jarkko Syyrilälle Rahoitustarkastuksesta sekä Ritva Sahavirralle ja Pekka Koposelle Valtakunnansyyttäjänvirastosta. Katariina Simoselle vielä erikseen kiitokset englanninkielisen tiivistelmän tarkastamisesta.

Tutkimuksen taloudellisesta tuesta kiitän Suomen Arvopaperimarkkinoiden Edistämissäätiötä, Sisäasiainministeriötä ja Poliisiammattikorkeakoulua sekä työnantajaani Keskinäistä eläkevakuutusyhtiötä Varma-Sampoa.

Lopuksi esitän kaikkein suurimmat kiitokseni vaimolleni Marille sekä pojilleni Tomille ja Janille kaikesta siitä tuesta, jota olen saanut heiltä tutkimustyöni aikana.

Keravalla 19.6.2003

Tero Kurenmaa

Sisällysluettelo

ALKUSANAT V

SISÄLLYS VII

LÄHTEET XIII

LYHENTEET XXVII

I JOHDANTO 1

1 TUTKIMUSKOHDE 3

2 TUTKIMUSTEHTÄVÄ JA METODIT 5

3 LÄHDEAINEISTO 11

4 TYÖN RAKENNE 13

5 ARVOPAPERIMARKKINAT 15
5.1 Arvopaperimarkkinat yleisesti 15
5.2 Arvopaperimarkkinat Suomessa 16

II SISÄPIIRISÄÄNTELYN LÄHTÖKOHDAT 19

1 HISTORIA 21
1.1 Suomi 21
1.2 Euroopan neuvoston sisäpiirikauppaa koskeva yleissopimus .. 24
1.3 Euroopan yhteisöjen sisäpiiridirektiivi 26

2 SÄÄNTELYN TEORIA 28
2.1 Sääntelyn tarve 28
2.1.1 Tehokkuusargumentti 28
2.1.2 Oikeudenmukaisuusargumentti 31
2.1.3 Yhteenveto argumenteista 33
2.2 Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn teoriat 34
2.2.1 Markkinoiden suojelu 35
2.2.2 Liikkeeseenlaskijan suojelu 37

2.2.3 Informaation suojelu 38
2.2.4 Tiedon merkitys arvopaperimarkkinoille 39
2.3 Sisäpiirikaupan teoriat USA:ssa 41
2.3.1 Vastuun perustavat teoriat 41
2.3.2 The equal access -teoria 43
2.3.3 The fiduciary duty -teoria 44
2.3.4 The misappropriation -teoria 46

3 RIKOSOIKEUDELLISET LÄHTÖKOHDAT 50
3.1 Rikosoikeuden rooli 50
3.2 Syyllisyysperiaate 55
3.3 Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn systematiikka 60
3.3.1 Suhde lähisäännöksiin 61
3.3.2 Rikoksen rakenne 66
3.4 Rikossäännösten tulkinta 69
3.4.1 Laillisuusperiaate 69
3.4.2 Systematiikan merkitys laintulkinnassa 71
3.4.3 Teleologinen laintulkinta 72
3.4.4 Tyyppitapausajattelu 74
3.4.5 Talousrikossäännösten avoimuus 75
3.4.6 Direktiivien tulkintavaikutus 77
3.5 Todistusharkinta 78
3.6 Arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn merkitys 82

4 MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖ -DIREKTIIVI 85
4.1 Direktiivin tausta 85
4.2 Direktiivin tavoitteet 86

III SISÄPIIRINTIEDON MÄÄRITTELY 89

1 YLEISTÄ SISÄPIIRINTIEDON MÄÄRITELMÄSTÄ 91

2 TIEDON LIITTYMINEN NOTEERATTUUN ARVOPAPERIIN ... 93
2.1 Arvopaperin määritelmä 93
2.1.1 Arvopaperi 93
2.1.2 Vakioidut ja niihin rinnastettavat johdannaiset 94
2.2 Liityntä arvopaperiin 97
2.3 Julkinen kaupankäynti ja muu kaupankäyntimenettely 99
2.4 Noteeraamattomat arvopaperit 105
2.4.1. Erilaiset osakesarjat 105
2.4.2. Muut arvopaperit 107

2.4.3 OTC-johdannaiset 108
2.5 Liittymä julkiseen kaupankäyntiin de lege ferenda 110

3 TIEDON JULKISUUS JA SAATAVUUS 113
3.1 Vaatimus tiedon julkistamattomuudesta 113
3.2 Poikkeus tiedon julkistamattomuudesta 115
3.2.1 Yksityiseen käyttöön tuotettu tieto 115
3.2.2 Yleiseen käyttöön tuotettu tieto 118

4 TIEDON OLENNAISEN VAIKUTUKSEN VAATIMUS 123
4.1 Yleistä olennaisuudesta 123
4.2 Objektiivinen arviointi 124
4.3 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus 127
4.4 Jatkuva tiedonantovelvollisuus 130
4.4.1 Yrityskaupat ja muut järjestelyt 132
4.4.2 Julkiset ostotarjoukset 137
4.4.3 Yhteistoiminta yrityksessä 145
4.4.4 Tulosvaroitus 147
4.5 Toimeksiannot 149
4.6 Lopuksi olennaisuudesta 150

5 SISÄPIIRINTIETO DE LEGE FERENDA 158

IV MUUT SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTÖSTÄ RANKAISEMISEN EDELLYTYKSET 161

1 TEKIJÄPIIRIN MÄÄRÄYTYMINEN 164
1.1 Rikoksen tekijä 164
1.2 Sisäpiiriläiset 166
1.2.1 Ensimmäisen asteen sisäpiiriläiset 166
1.2.2 Toisen asteen sisäpiiriläiset 170
1.3 Turvasatamaoppi rangaistavuuden rajaamisessa 175
1.3.1 Turvasataman määritelmä 175
1.3.2 Markkinaolosuhteisiin liittyvät turvasatamasäännökset 176
1.3.3 Muut turvasatama-tyyppiset säännökset 180
1.3.4 Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rajoitussäännös 183
1.3.5 Turvasatamaoppi de lege ferenda 184

2 TEKOTAVAT 186
2.1 Arvopaperien luovuttaminen tai hankkiminen 186
2.2 Toisen neuvominen suoraan tai välillisesti 188

3 KIELLETTY RISKINOTTO 196

4 HYÖTYMISTARKOITUS JA TIEDON HYVÄKSIKÄYTTÖ 202

5 SYYKSILUETTAVUUS 210
5.1 Tahallisuus 210
5.1.1 Yleistä tahallisuudesta 210
5.1.2 Tietoisuuden merkitys 213
5.1.3 Tahallisuuden ulkoinen arviointi 215
5.2 Tuottamus 219
5.3 Törkeä tuottamus 225

6 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ DE LEGE FERENDA .. 232

V SISÄPIIRISÄÄNTELYN ERITYISKYSYMYKSIÄ 237

1 TÖRKEÄ TEKOMUOTO 239
1.1 Erityisen suuri hyöty tai huomattava henkilökohtainen etu 239
1.2 Erityisen vastuullisen aseman hyväksikäyttö 242
1.3 Erityinen suunnitelmallisuus 244
1.4 Kokonaisarvostelu 245

2 YRITYS 247

3 OIKEUSHENKILÖ 249
3.1 Oikeushenkilön rangaistusvastuu 249
3.2 Omien osakkeiden hankinta 255
3.3 Sisäinen valvonta 261

4 RIKOSHYÖDYN MITTAAMINEN 267

VI VÄÄRINKÄYTÖSTEN HAVAITSEMINEN JA SELVITTÄMINEN 273

1 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTTÖ TUTKINNAN KOHTEENA 275
1.1 Tutkinta yleisesti 275
1.2 Tutkinnan kohteet 279
1.2.1 Hankekohtaiset sisäpiiriläiset 280
1.2.2 Sisäpiiriläisten lähipiiri 281

1.2.3 Hallintarekisterit 283
1.3 Tutkintamenetelmät ja -valtuudet 286
1.3.1 Arvopaperimarkkinoiden päivittäinen seuranta 286
1.3.2 Varsinainen sisäpiiritutkinta 289
1.3.2.1 Hankekohtaisen sisäpiirirekisterin tarkoitus tutkinnassa 301
1.3.2.2 Hankekohtaisuus pörssin sisäpiiriohjeessa 304
1.4 Toimivaltainen viranomainen ja sen valtuudet de lege ferenda 308

2 ILMOITUSVELVOLLISUUS 316
2.1 Yleistä ilmoitusvelvollisuudesta 316
2.2 Ilmoitusvelvolliset 317
2.3 Ilmoitettavat tiedot ja omistusten julkisuus 319
2.4 Sisäpiirirekisteri 323
2.5 Ilmoitusvelvollisuus rahastoyhtiöissä 324
2.6 Ilmoitusvelvollisuus de lege ferenda 326

3 KANSAINVÄLINEN YHTEISTYÖ DE LEGE FERENDA 328

4 LOPUKSI SISÄPIIRIVALVONNASTA 334

5 HALLINTO-OIKEUDELLISET SEURAAMUKSET 341
5.1 Hallinnollisten sanktioiden perusteet 341
5.2 Hallinnolliset sanktiot de lege ferenda 343
5.3 Hallinnollisen ja rikosoikeudellisen menettelyn välinen suhde 348

VII TUTKIMUKSEN JOHTOPÄÄTÖKSET 355

1 SISÄPIIRISÄÄNNÖKSEN TULKINTA JA SYSTEMATISOINTI ... 357

2 VÄÄRINKÄYTÖSTEN SELVITTÄMINEN 361

3 YHTEENVETO MARKKINOIDEN VÄÄRINKÄYTTÖ -DIREKTIIVISTÄ 364

SUMMARY 366

OIKEUSTAPAUSHAKEMISTO 373

ASIAHAKEMISTO 376

Lähteet

1. MONOGRAFIAT

Aarnio, Aulis: Oikeussäännösten tulkinnasta. Tutkimus lainopillisen perustelun rationaalisuudesta ja hyväksyttävyydestä. Helsinki 1982.

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria. Juva 1989.

Afrell, Lars – Klahr, Håkan – Samuelsson, Per: Lärobok i kapitalmarknadsrätt. Andra upplagan, Stockholm 1998.

Airaksinen, Manne – Jauhiainen, Jyrki: Osakeyhtiölaki. Porvoo 1997.

Asp, Petter: EU & Straffrätten. Studier rörande den europeiska integrationens betydelse för den svenska straffrätten. Göteborg 2002.

Astola, Tiina: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki 1990.

Backman Eero: Oikeustiede yhteiskuntatieteenä. Helsinki 1992.

Bergmans, Bernhard: Inside Information & Securities Trading: A Legal and Economic Analysis of the Foundations of Liability in the USA and European Community. Graham & Trotman Ltd, London 1991.

Boatright, John R.: Ethics in Finance. Blackwell Publishers Ltd, Oxford 1999.

Clausen, Nis Jul: Børsret, Insider handel. København 1992.

Coleman, James W.: The Criminal Elite: Understanding White Collar Crime (4th edition). New York 1998.

Corstens, Geert – Pradel, Jean: European Criminal Law. Kluwer Law International, Hague 2002.

Eerola, Risto – Mylly, Tuomas – Saarinen, Päivi: EU-oikeuden perusteet. 2. p. Jyväskylä 2000.

Ekelöf, Per Olof: Rättegång. Första häftet. Viides painos. Stockholm 1977.

Ekholm, Anders: Essays on Stock Market Reactions to New Information. Helsinki 2002.

Friedrichs, David O.: Trusted Criminals: White Collar Crime in Contemporary Society. Belmont 1996.

Frände, Dan: Allmän straffrätt. 2. uppl. Helsingfors 2001.

Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 15–17 augusti 2002, Del I–II. Utgivna av lokalstyrelsen för Finland. Jyväskylä 2002.

Gale, Michael – Gale, Sarah – Scanlan, Gary – McGee, Andrew: Fraud and the plc. Hampshire 1999.

Halme, Liisa: Pankkisäätely ja valvonta. Oikeuspoliittinen tutkimus säästöpankkien riskinotosta. Helsinki 1999.

Hannigan, Brenda: Insider Dealing. London 1988.

Hansen, Jesper Lau: Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2001.

Harju, Ilkka – Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastolainsäädäntö. Vantaa 2001.

Huhtamäki, Ari: Pankkeihin kohdistuneet rikokset 1980– ja 1990-luvulla. SM / Poliisiosasto, poliisin tutkielma- ja opetussarja. Helsinki 1994.

Husa, Jaakko: Johdatus oikeusvertailuun. Oikeusvertailun perusteet erityisesti julkisoikeutta silmällä pitäen. Helsinki 1998.

Jaatinen, Heikki: Oikeushenkilön rangaistusvastuu. Helsinki 2000.

Jareborg, Nils: Straffrättens ansvarslära. Uppsala 1994.

Jareborg, Nils: Straffrättens gärningslära. Malmö 1995.

Jareborg, Nils: Allmän kriminalrätt. Göteborg 2001.
Jonkka, Jaakko: Syytekynnys. Tutkimus syytteen nostamiseen vaadittavan näytön arvioinnista. Vammala 1991.
Jonkka, Jaakko: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista. Helsinki 1992.
Jonkka, Jaakko: Todistusharkinnasta. Tampere 1993.
Joutsamo, Kari – Aalto, Pekka – Kaila, Heidi – Maunu, Antti: Eurooppaoikeus. Helsinki 2000.
Kaisanlahti, Timo: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki 1999.
Karjalainen, Jarkko – Parkkonen, Jarmo: Arvopaperimarkkinalaki. Jyväskylä 2003.
Kasanen, Juha: Ilmoitusvelvollisten osakeomistus ja -kaupat Helsingin Pörssissä. Helsinki 1999.
Klami, Hannu Tapani – Rahikainen, Marja – Sorvettula, Johanna: Todistusharkinta ja todistustaakka. Tampere 1987.
Koskinen, Hannu E.: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus. Oikeudellinen tutkimus osakeyhtiön tilinpäätöksen virheiden ja puutteiden olennaisuudesta sekä niiden vaikutuksesta tilintarkastuskertomuksen sisältöön. Saarijärvi 1999.
Kuoppamäki, Petri: Kilpailuoikeuden perusteet. Vantaa 2001.
Lappi-Seppälä, Tapio: Rangaistuksen määräämisestä I. Teoria ja yleinen osa. Vammala 1987.
Lappi-Seppälä, Tapio: Rikosten seuraamukset. Porvoo 2000.
Lauriala, Jari: Kontrolli, riski ja informaatio. Helsinki 2001.
Lehtonen, Asko: Verorikoksista (3. painos). Turku 1984.
Lehtonen, Asko: Veropetoksesta. Helsinki 1986.
Linna, Tuula: Ulosottorealisoinnista de lege ferenda. Vammala 1987.
Loss, Louis – Seligman, Joel: Fundamentals of Securities Regulation. Fourth Edition. Gaithersburg, New York 2001.
Löfmarck, Madeleine: Insiderbrott och svindleri. En studie av straffrättslig reglering till skydd för värdepappershandeln i USA och Sverige. Stockholm 1988.
Manne, Henry G.: Insider Trading and the Stock Market. New York 1966.
Maunu, Antti: EU-direktiivit kansallisissa tuomioistuimissa. Helsinki 1993.
McVea, Harry: Financial Conglomerates and the Chinese Wall. Regulating Conflicts of Interest. New York, 1993.
Milgrom, Paul – Roberts, John: Economics, Organisation and Management. Prentice Hall Inc., New Jersey 1992.
Moberg, Krister – Samuelsson, Per: Börsrätt. Stockholm, 1989.
Mäkelä, Kaisa: Talouselämän rikokset, rikosoikeus ja kriminaalipolitiikka. Saarijärvi 2001.
Mäntysaari, Petri: Osakeyhtiö toimijana. Porvoo 2002.
Nissinen, Matti: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä. Poliisin oppikirjasarja 3/97. Sisäasiainministeriö, Poliisiosasto. Helsinki 1997.
Nuotio, Kimmo: Teko, vaara, seuraus. Rikosvastuun filosofisista, kriminaalipoliittisista ja lainopillisista perusteista. Vammala 1998.
Nuutila, Ari-Matti: Syyllisyydestä vastuullisuuteen? Syyllisyysteoreettinen tutkimus. Turku 1991.
Nuutila, Ari-Matti: Rikosoikeudellinen huolimattomuus. Helsinki 1996.
Nuutila, Ari-Matti: Rikoslain yleinen osa. Helsinki 1997.
Ojanen, Tuomas: EY-oikeus jäsenvaltiossa. Helsinki 1993.
Pölönen, Pasi: Henkilötodistelu rikosprosessissa. Jyväskylä 2003.
Pöyhönen, Juha: Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu. Vammala 1988.
Pöyhönen, Juha: Uusi varallisuusoikeus. Helsinki 2000.
Rapakko, Timo: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite kehittyneillä pääomamarkkinoilla. Helsinki – Jyväskylä 1990.
Reed, Bjørn: Straffbar innsidehandel. Verdipapirhandellovens bestemmelser om misbruk av fortrolig informasjon. Ad Notam Gyldendal 1996.

Roxin, Claus: Strafrecht. Allgemeiner Teil, Band I. 3. Auflage, München 1997.
Rudanko, Matti: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki 1998.
Salminen, Markku: Velallisen rikos. Tutkimus velallisen rikosten selvittämisestä erityisesti osakeyhtiöihin kohdistuneiden tekotapojen ja osakeyhtiöitä koskevan oikeuskäytännön valossa. Porvoo 1998.
Samuelsson, Per: Information och ansvar. Göteborg 1991.
Sandeberg, Catarina af: Marknadsmissbruk. Insiderbrott och kursmanipulation. Stockholm 2002.
Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta; Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus. Helsinki 1994.
Steinberg, Marc I.: International Securities Law. A Contemporary and Comparative Analysis. Kluwer Law International, 1999.
Stordrange, Bjørn: Forbrytelser mot vårt økonomiske system: Utroskap, bestikkelser og investorbedrageri. Oslo 1995.
Sæbø, Rune: Innsidehandel med verdipapir. Bergen 1994.
Timonen, Pekka: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima; Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely. Helsinki 1997.
Tolonen, Kari: Talousrikossäännösten tulkinta. Erityisesti velallisen rikoksissa. Poliisiammattikorkeakoulun tutkimuksia 9, Espoo 2000.
Tolvanen, Matti: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka. Jyväskylä 1999.
Wesser, Erik: "Har du varit ute och shoppat, Jacob?" En studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet. Lund 2001
Viljanen, Pekka: Virkarikokset ja julkisyhteisön työntekijän rikokset. Jyväskylä 1990.

2. ARTIKKELIT

Aarnio, Aulis: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta, s. 35 ss. Teoksessa; Minun metodini. Toimittanut Häyhä, Juha. Porvoo 1997.
Annola, Vesa: Sisäpiirin kaupankäynnistä. Erityisesti silmällä pitäen sääntelyn perusteita ja luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoa. Turku 1990.
Annola, Vesa: Sisäpiirin rajat – Sisäpiirin määrittelyn tarpeellisuuden arviointia, s. 19 ss. Teoksessa; Oikeustieteen rajoja etsimässä. Juhlajulkaisu Juha Tolonen. Toimittanut Annola, Vesa – Herler, Brita. Turku 2001.
Annola, Vesa: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 3 ss. Teoksessa; Arvopaperimarkkinat. Toimittanut Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari. Turku 2001.
Ashe, Michael: Who is an Insider? s. 75 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.
Astola, Tiina: Finland, s. 237 ss. Teoksessa; Insider Trading – The laws of Europe, the United States and Japan. Edited by Gaillard, Emmanuel. Deventer 1992.
Backman, Eero: Rikosoikeuden yleiset opit korkeimmassa oikeudessa vuosina 1980–1986. Toinen osa. Lakimies 5/1989, s. 561 ss.
Bainbridge, Stephen M.: Insider Trading. Teoksessa; Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts. Edited by Bouckaert, Boudewijn – De Geest, Gerrit – Elgar, Edward. Cheltenham 2000. http://encyclo.findlaw.com/5650book.pdf.
Baltic, Charles Vaughn: The next step in Insider Trading regulation: International Cooperative Efforts in the global Securities Market. Law and Policy in International Business 1991 – 1992, s. 167 ss.
Beeson, Jonn R.: Rounding the Peg to Fit the Hole: A proposed Regulatory Reform of the Misappropriation Theory. 144 University of Pennsylvania Law Review (1996).

Bergo, Knut: Selskapenes handel med egne aksjer – børs- og aksjerettslige aspekter. Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 2002, Del I. Jyväskylä 2002, s. 145 ss.

Besorai, Ahal: The Insider and Tentative Information, s. 244 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Bettis, J.C. – Coles, J.L. – Lemmon, M.L.: Corporate policies restricting trading by insiders. Journal of Financial Economics, Volume 57, No 2, August 2000, s. 191 ss.

Bhattacharya, Utpal – Daouk, Hazem: The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance, Vol. LVII, No 1, February 2002, s. 75 ss.

Blyth, Toby: Regulation of Financial Services in the UK. An Overview of the New Scheme. Butterworths Journal of International Banking and Financial Law. October 2001.

Clarotti, Paolo: A View from Brussels, s. 51 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Counsell, Lynne: Defences to Insider Dealing, s. 92 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Davies, P.L.: The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure, s. 243 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.

Dine, Janet: European Foundations, s. 1 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Eadie, James: Market Abuse and the European Convention on Human Rights. Journal of International Financial Markets, Volume 3 Issue 2, May 2001, s. 74ss.

Foster, L. Hilton: Insider Trading Investigations. SEC International Training Institute – Program on Securities Enforcement and Market Oversight. Washington, D.C. October 1997.

Gilligan, George: Policing the Markets: Structures and Policies. Journal of Financial Crime, Vol. 6 No. 4, May 1999.

Gilligan, George: Regulating against White-Collar Crime in the Financial Services Sector. Journal of Financial Crime, Vol. 8 No. 1, August 2000.

Graaff, H.J.: Insider Abuse: A Plea for Criminalisation. Journal of Financial Crime, Vol. 7 No. 2, November 1999.

Hagland, Gary: Compliance Procedures, s. 230 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Hahto, Vilja: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu. Lakimies 8/2001, s. 1290 ss.

Hansen, Jesper Lau: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation. Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 2002, Del I. Jyväskylä 2002, s. 267 ss.

Harju, Ilkka: Rahoitus ja rahoitusmarkkinat, s. 559 ss. Teoksessa; Rissanen, Kirsti – Airaksinen, Manne – Castrén, Martti – Harju, Ilkka – Jauhiainen, Jyrki – Kaisanlahti, Timo – Kivivuori, Antti – Kuoppamäki, Petri – Wilhelmsson, Thomas: Yritysoikeus. Juva 1999.

Heinonen, Olavi: Peruskäsitteet, s. 45 ss., Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot, s. 65 ss., Rikosten jaottelua, s. 125 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.

Helin, Markku: Kieli oikeustodellisuuden rakentajana. Lakimies 6–7/1998.

Herbert, Carey: Balancing Efficiency and Equity: Economics and the Misappropriation Theory of Insider Trading. University of Arizona, november 1996 (unpublished paper).

Hetzler, Antoinette: Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden – en värdefråga? s. 74 ss. Teoksessa; Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt. Redaktion Appelgren, Leif – Sjögren, Hans. Smedjebacken 2001.

Hondius, Frits W.: The Council of Europe's Convention of 1989, s. 23 ss. Teoksessa; Insider Trading – The laws of Europe, the United States and Japan. Edited by Gaillard, Emmanuel. Deventer 1992.

Hopt, Klaus J: The European Insider Dealing Directive, s. 129 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.

Hopt, Klaus J.: Insider Regulation and Timely Disclosure. Forum Internationale no. 21, Hague 23.5.1995.

Häyrynen, Janne: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 17 ss. Teoksessa; Kirjoituksia talousrikollisuudesta II. Toimittanut Alvesalo, Anne – Lahti, Raimo. Poliisiammattikorkeakoulun tiedotteita 10/1999.

Häyrynen, Janne: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 167 ss. Teoksessa; Yritykset talousrikollisuuden uhreina. Toimittanut Jokinen, Anne – Häyrynen, Janne – Alvesalo, Anne. Poliisiammattikorkeakoulun tiedotteita 19/2002.

Ikenberry, David L. – Vermaelen, Theo: The Option to Repurchase Stock. Financial Management, Winter 1996, s. 9 ss.

Jaatinen, Heikki: Oikeushenkilön rangaistusvastuun yleiset edellytykset (seminaariesitelmä). Turku 22.6.1999.

Jones, Mark – Johnstone, Peter: Expectations of Privacy and Market Abuse – Support for the Finacial Services and Markets Act and the Canadian Approach. Journal of Financial Crime, Vol. 10 No. 2, October 2002, pp. 117–129.

Jonkka, Jaakko: Syyttäjän päätöksenteon empiiristä ja normatiivista tarkastelua. Defensor legis 1992. s. 55 ss.

Jonkka, Jaakko: Eräitä näkökohtia perusoikeuksien toteutumisesta erityisesti rikosprosessissa. Lakimies 8/1998, s. 1255 ss.

Klami, Hannu Tapani: Dolus eventualis? Oikeusteoreettista analyysia. Lakimies 1984, s. 127 ss.

Klami, Hannu Tapani – Hatakka, Minna – Sorvettula, Johanna: Dolus Probatus, Proving Criminal Intent. Oikeustiede 1990, s. 96 ss.

Koponen, Pekka: Tahallisuudesta talousrikoksissa. Oikeustiede 2002, s. 239 ss.

Koskinen, Pekka: Rikosoikeus. Teoksessa; Johdatus Suomen oikeusjärjestelmään II. Toimittanut Timonen, Pekka (3. painos.). Jyväskylä 1996.

Koskinen, Pekka: Rikosvastuun perusteet, s. 97 ss., Rikosten jaottelua, s. 125 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.

Kraakman, Reinier: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the United States, s. 39 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.

Lahti, Raimo: Rikollisuus tutkimuksen ja päätöksenteon kohteena. Lakimies 1976, s. 507 ss.

Lahti, Raimo: Rikosoikeuskomitean kriminalisointeja koskevat ehdotukset. Lakimies 8/1978, s. 808 ss.

Lahti, Raimo: Mitä uutta rikosoikeustieteessä ja rikosoikeuden yleisissä opeissa. Defensor legis 1990, s. 200 ss.

Lahti, Raimo: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe: varallisuus ja talousrikossäännökset I–III. Lakimies 3, 7, 8/1991, s. 258 ss, s. 873 ss ja s. 1168 ss.

Lahti, Raimo: Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Lakimies 1995, s. 935 ss.

Lahti, Raimo: Perusoikeusuudistus ja rikosoikeus. Lakimies 5–6/1996, s. 930 ss.

Lahti, Raimo: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä ja sen sääntelystä. Lakimies 8/1998, s. 1271 ss.

Lahti, Raimo: Rikoslain kokonaisuudistusta 30 vuotta – entä nyt? Lakimies 4/2001, s. 718 ss.
Lahti, Raimo: Rikosoikeuden yleisten oppien uudistamisesityksen arviointia, s. 137 ss. Teoksessa; Rikosoikeudellisia kirjoituksia VII. Pekka Koskiselle 1.1.2003 omistettu. Toimittanut Lahti, Raimo – Lappi-Seppälä, Tapio. Vammala 2003.
Lakonishok, Josef – Lee, Immoo: Are Insiders' Trades Informative? Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Inc. July 1998.
Langevoort, Donald C.: Cross-Border Insider Trading. Journal of Financial Crime, Vol. 8 No. 3, 2001.
Lappi-Seppälä, Tapio: Miksi rikosoikeus? Teoksessa; Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Toimittanut Hirvonen, Ari. Helsinki 1994.
Lappi-Seppälä, Tapio: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 189 ss. Teoksessa; Minun metodini. Toimittanut Häyhä, Juha. Porvoo 1997
Lappi-Seppälä, Tapio: Rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopuminen, s. 333 ss., Yhteisösakko ja oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 433 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.
Larsson, Paul: Hunting Ghosts: The Control of White-collar Crime in the Securities Market, s. 61 ss. Teoksessa; Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt. Redaktion Appelgren, Leif – Sjögren, Hans. Smedjebacken 2001.
Larsson, Paul: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet. En studie av reguleringen av kriminalitet i verdipapirmarkedet. Rapport nr 49 Forskningsprogrammet om økonomisk kriminalitet. Oslo 2001.
Lehtimaja, Lauri: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä – kiikarissa erityisesti yleiset opit ja Korkeimman oikeuden rooli. Lakimies 6/1995, s. 986 ss.
Leland, Hayne E.: Insider Trading: Should It Be Prohibited? Journal of Political Economy, Vol. 100 No. 4, 1992.
Lowry, John P.: The International Approach to Insider Trading: The Council of Europe's Convention. Journal of Business Law 1990, s. 460 ss.
Macey, Jonathan R. – Miller Geoffrey P.: Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory. 42 Stanford Law Review (1990).
Manne, Henry G.: Insider Trading and Property Rights in New Information, s. 317 ss. Teoksessa; Economic Liberties and the Judiciary. Edited by Dorn, James A. – Manne, Henry G. Fairfax, 1987.
Manninen, Jyrki: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi – ns. viisaiden komitean nelitasoinen lähestymistapa. Defensor Legis N:o 2/2003, s. 254 ss.
Martikainen, Teppo: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon. (asiantuntijalausunto R 00/869) 11.11.1999.
Matikkala, Jussi: Tahallisuuden alimmasta asteesta. Lakimies 7/1991, s. 962 ss.
Mattsson, Lars G.: Insiderbrott och andra informationsbrott. Kristianstad 1992.
McCormack, Gerard: Conflicts of Interest, Chinese Walls and Investment Management. International and Comparative Corporate Law Journal, Vol 1 Issue 1. Kluwer Law International, 1999.
McCusker, Robin: Codes of Ethics as Corporate Camouflage: An Expression of Desire, Intent or Deceit? Journal of Financial Crime, Vol. 7 No. 2, November 1999.
McLaughlin, Joseph T. – Macfarlane, Helen M.A.: United States. Teoksessa; Insider Trading – The laws of Europe, the United States and Japan. Edited by Gaillard, Emmanuel. Deventer 1992.
McLucas, William R. – DeTore, Stephen M. – Colachis, Arian: SEC Enforcement: A look at the Current Program and Some Thoughts About the 1990s. The Business Lawyer; Vol. 46, s. 797 ss, May 1991.

McLucas, William R. – Taylor, J. Lynn – Mathews, Susan A.: A Practitioner's Guide to the SEC's Investigative and Enforcement Process. Temple Law Review, Volume 70, No. 1, 1997.

Melander, Sakari: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset. Lakimies 6/2002, s. 938 ss.

Meulbroek, Lisa K.: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading. The Journal of Finance, Vol. XLVII, No. 5, December 1992, s. 1661 ss.

Mikkola, Tuulikki: Oikeusvertailun merkitys kansallisten yksityisoikeudellisten normien tulkinnassa. Edilex 2001.

Minenna, Marcello: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model. N.45 Febbraio 2001, Commissione Nazionale Per Le Societa E La Borsa.

Määttä, Kalle: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 113 ss. Teoksessa; Näkökulmia oikeustaloustieteeseen II. Toimittanut Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle. Helsinki 1998.

Narayanan, Ranga: Insider trading and the voluntary disclosure of information by firms. Journal of Banking & Finance, Vol 24, No 3, March 2000, s. 395ss.

Naylor, John M.: The Use of Criminal Sanctions by UK and US Authorities for Insider Trading: How Can the Two Systems Learn from Each Other? Part I–II. The Company Lawyer, Vol 11 No:t 3 ja 5, 1990.

Newkirk, Thomas C. – Robertson, Melissa A.: Insider Trading – A U.S. Perspective. Cambridge 19.9.1998.

Niemeyer, Jonas: Where to Go after the Lamfalussy Report? An Economic Analysis of Securities Market Regulation and Supervision. Finansinspektionen 2001:8.

Nieminen, Marko: Oikeushenkilön rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, s. 199 ss. Teoksessa; Arvopaperimarkkinat. Toimittanut Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari. Turku 2001.

Nuotio, Kimmo: Taloudellisen rikollisuuden arviointi rikosoikeuden yleisten oppien kannalta. Lakimies 6/1995, s. 950 ss.

Nuotio, Kimmo: Kansainvälinen ja eurooppalainen rikosoikeus, s. 139 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.

Nuotio, Kimmo: Lainsäätäjä rikosoikeuden yleisten oppien parissa, s. 243 ss. Teoksessa; Rikosoikeudellisia kirjoituksia VII. Pekka Koskiselle 1.1.2003 omistettu. Toimittanut Lahti, Raimo – Lappi-Seppälä, Tapio. Vammala 2003.

Nuutila, Ari-Matti: Viisi teesiä rikosoikeuden yleisten oppien muutoksista. Lakimies 1/1997, s. 64 ss.

Nuutila, Ari-Matti: Rikokset julkista taloutta vastaan, s. 991 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen, Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.

Nuutila, Ari-Matti: Arvopaperimarkkinarikokset. Rangaistavuuden yleiset edellytykset (seminaariesitelmä). Helsinki 29.1.2003.

Nyblin, Klaus: Yrityssalaisuuksille dokumenttisuoja? Defensor Legis N:o 1/2001, s. 76 ss.

Oker-Blom, Max: Insiderreglering – en fråga om effektivitet eller rättvisa? JFT 5/1999, s. 343 ss.

Pingel, Isabelle: The EC Directive of 1989, s. 10 ss. Teoksessa; Insider Trading – The laws of Europe, the United States and Japan. Edited by Gaillard, Emmanuel. Deventer 1992.

Pope, P. – Morris, R. – Peel, D.: Insider Trading: Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain. Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 17 No. 3, 1990.

Ratner, David L.: Securities Regulation. 6th Ed. 1998.

Rautio, Ilkka: Arvopaperimarkkinarikokset. Tiivistelmä lausunnoista. 1994.

Rautio, Ilkka: Elinkeinorikokset, s. 1042 ss., Virkarikokset ja julkisyhteisön työntekijän rikokset, s. 1286 ss., Arvopaperimarkkinarikokset, s. 1487 ss. Teoksessa; Heinonen, Olavi – Koskinen,

Pekka – Lappi-Seppälä, Tapio – Majanen, Martti – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Rautio, Ilkka: Rikosoikeus. 2. painos. Juva 2002.

Reichman, Nancy: Insider Trading, s. 55 ss. Teoksessa; Beyond the Law. Crime in Complex Organizations. Edited by Tonry, Michael – Reiss, Albert J. Jr. The University of Chicago Press, Volume 18, 1993.

Rider, Barry A.K.: Insider Trading – A Crime of our Times? Ninth International Symposium on Economic Crime. Cambridge 1991.

Rider, Barry A.K.: Due Diligence – Is It Better Not to Know? The Company Lawyer, Vol 12 No 7, 1991.

Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael: The Insider Dealing Directive, s. 15 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Rider, Barry A.K.: Enforcement of Financial Services Law with reference to Insider Dealing, s. 193 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe, Michael. Dublin 1995.

Rider, Barry A.K. – Nakajima, Chizu: A Comparative Analysis of Anti-Insider Dealing Legislation in Britain, Japan and New Zealand. Sixteenth International Symposium on Economic Crime. Cambridge 1998.

Rider, Barry A.K.: Regulation of Financial Markets With Particular Reference to Market Abuse: A Perspective From The UK. Institute of Advanced Legal Studies, 1998.

Rider, Barry A.K.: Civilising the Law – The use of Civil and Administrative Proceedings to Enforce Financial Services Law. Journal of Financial Crime, Vol. 3 No 1, 1999.

Rider, Barry A.K.: The Control of Insider Trading – Smoke and Mirrors! Journal of Financial Crime, Vol. 7 No. 3, 2000, s. 227 ss.

Rissanen, Kirsti: Lait arvopaperimarkkinoille. Lakimies 1988, s. 638 ss.

Rontchevsky, Nicolas – Storck, Michel: Droit des marchés financiers. RTDcom., No 4, Octobre/Décembre 2002, s. 698 ss.

Rosen von, Rüdiger – Gerke, Wolfgang: A Code for Fair and Equitable Communication of Information about Capital Markets to Investors. Frankfurt am Main/Nuremberg, May 2001.

Schmidt, Hartmut: Insider Regulation and Economic Theory, s. 21 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.

Sevón, Kjell: Rikollisuuden uudet uhat, s. 187 ss. Teoksessa; Kohti 2000-luvun rikosoikeutta. Toimittanut Hirvonen, Ari. Helsinki 1994.

Sillanpää, Matti J.: Julkisesta ostotarjouksesta II. Defensor Legis 1992, s. 251 ss.

Sillanpää, Matti J.: Arvopaperimarkkinoiden pelisäännöistä. Lakimies 1995, s. 215 ss.

Siltala, Raimo: Kymmenen teesiä oikeustieteen metodiopista ja oikeustieteellisestä tutkimuksesta, osat I–II. Oikeus 3–4:1999.

Siltala, Raimo: Oikeustieteen tutkijan itseymmärryksestä. Lakimies 1/2002, s. 95 ss.

Society for Advanced Legal Studies (SALS): Report on Parallel Proceedings. Seventeenth International Symposium on Economic Crime. Cambridge 1999.

Ståhlberg, Kaarina: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta. Muutamia käytännön havaintoja. Defensor Legis N:o 5/2000, s. 731 ss.

Syrjänen, Jani: Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamusedellytys ja due diligence, s. 93 ss. Teoksessa; Arvopaperimarkkinat. Toimittanut Nuutila, Ari-Matti – Saarnilehto, Ari. Turku 2001.

Syyrilä, Jarkko: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa tuotekehityksen näkökulmasta. Defensor Legis N:o 2/2002, s. 259 ss.

Tapani, Jussi: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa. Defensor Legis N:o 6/2002, s. 939 ss.

Timonen, Pekka: Lausunto ehdotuksesta hallituksen esitykseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskeviksi säännöksiksi. Helsinki 1998.
Tolvanen, Matti: Hallinnolliset maksut vähäisten tieliikenteen rikkomusten sanktioina. Lakimies 2/2002, s. 194 ss.
Träskman, Per-Ole: Kan gärningspersonens uppsåt bevisas med hållpunkter i sinnevärlden? Skuld och ansvar. Uppsala 1985.
Tulokas, Mikko: Arvopaperimarkkinarikoksia koskevat säännösehdotukset (Lausunto). Helsinki 1998.
Vermaelen, Theo: Common Stock Repurchases and Market Signaling. Journal of Financial Economics, June 1981, s. 139 ss.
Viandier, Alain: The Legal Theory of Insider Regulation in Europe, s. 57 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.
Viljanen, Pekka: Vielä yritysvakoilusta ja yrityssalaisuuden rikkomisesta. Defensor Legis N:o 3/2001, s. 425 ss.
Viljanen, Pekka: Rikoslain uuden 10 luvun mukaisesta hyödyn menettämisestä ja laajennetusta hyödyn menettämisestä. Defensor Legis N:o 1/2002, s. 3 ss.
White, Matthew: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993, s. 56 ss. Teoksessa; The Fiduciary, the Insider and the Conflict. A compendium of essays. Edited by Rider, Barry A.K. – Ashe Michael. Dublin 1995.
World Securities Law Report (WSLR): Country Reports, France: COB Procedures For Investigating, Sanctioning Alleged Violators Revised. Volume 6, No. 9, September 2000.
Wymeersch, Eddy: The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview, s. 65 ss. Teoksessa; European Insider Dealing – Law and Practice. Edited by Hopt, Klaus – Wymeersch, Eddy. 1991.

3. LAKIEN ESITYÖT

Hallituksen esitys (HE) nro 53/1988 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 66/1988 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäväksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 157/1988 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 318/1992 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 95/1993: Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevaksi lainsäädännöksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 293/1994 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. (rauennut)
Hallituksen esitys (HE) nro 1/1996: Hallituksen esitys Eduskunnalle Suomen rikosoikeuden soveltamisalaa koskevan lainsäädännön uudistamisesta.
Hallituksen esitys (HE) nro 7/1996: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi sijoituspalveluyrityksistä ja siihen liittyväksi lainsäädännöksi.
Hallituksen esitys (HE) nro 59/1996 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi sijoitusrahastolain sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.
Hallituksen esitys (HE) nro 89/1996 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi osakeyhtiölain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Hallituksen esitys (HE) nro 192/1996: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain muuttamisesta ja muuksi kansallisen arvopaperikeskuksen toteuttamista koskevaksi lainsäädännöksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 6/1997 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle oikeudenkäyttöä, viranomaisia ja yleistä järjestystä vastaan kohdistuvia rikoksia sekä seksuaalirikoksia koskevien säännösten uudistamiseksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 202/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi sijoitusrahastolaiksi sekä eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta.

Hallituksen esitys (HE) nro 209/1998: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 254/1998 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.

Hallituksen esitys (HE) nro 47/1999: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain ja arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 80/2000: Hallituksen esitys Eduskunnalle menettämisseuraamuksia koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 184/2001 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain muuttamisesta ja eräiksi niihin liittyviksi laeiksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 22/2001: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi rikoslain 9 ja 37 luvun muuttamisesta.

Hallituksen esitys (HE) nro 44/2002 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 52/2002: Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi esitutkintalain ja pakkokeinolain sekä eräiden näihin liittyvien lakien muuttamisesta.

Hallituksen esitys (HE) nro 53/2002: Hallituksen esitys Eduskunnalle eräiden rikoslain talousrikossäännösten ja eräiden niihin liittyvien lakien muuttamiseksi.

Hallituksen esitys (HE) nro 175/2002 vp: Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi.

Komiteanmietintö (KM) 1976:72. Rikosoikeuskomitean mietintö. Helsinki 1976.

Komiteanmietintö (KM) 1987:44. Arvopaperimarkkinalaki, suunnatut annit. Arvopaperikauppakomitean I osamietintö. Helsinki 1987.

Komiteanmietintö (KM) 1991:48. Yhdentyvä Eurooppa ja arvopaperimarkkinalait. Arvopaperimarkkinatoimikunnan mietintö. Helsinki 1991.

Lakivakiokunnan lausunto (LaVL): Valtioneuvoston kirjelmä ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (markkinoiden väärinkäyttö). Nro 24/2001 vp.

Lakivakiokunnan mietintö (LaVM): Hallituksen esitys rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäisen vaiheen käsittäväksi rikoslain ja eräiden muiden lakien muutoksiksi. Nro 6, 1990 vp.

Lakivakiokunnan mietintö (LaVM): Hallituksen esitys rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Nro 28, 1998 vp.

Lakivakiokunnan mietintö (LaVM): Hallituksen esitys rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi. Nro 28, 2002 vp.

Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu (OLJ) 3/1993. Arvopaperimarkkinarikokset. Helsinki 1993.

Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu (OLJ) 5/2000. Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevat säännökset. Helsinki 2000.

Oikeusministeriön (OM) muistio 1994 vp. – y 11. Ehdotukset asetukseksi Eurooppa-yhtiöstä sekä siihen liittyväksi työntekijöiden asemaa koskevaksi direktiiviksi.

Perustuslakivaliokunnan lausunto (PeVL): Hallituksen esitys laiksi pakkokeinolain 5 a ja 6 luvun muuttamisesta. Nro 7, 1997 vp.
Perustuslakivaliokunnan lausunto (PeVL): Hallituksen esitys rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lainsäädännön uudistamiseksi. Nro 31, 2002 vp.
Perustuslakivaliokunnan lausunto (PeVL): Hallituksen esitys laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. Nro 67, 2002.
Perustuslakivaliokunnan mietintö (PeVM): Hallituksen esitys perustuslakien perusoikeussäännösten muuttamisesta. Nro 25, 1994 vp.
Talousvaliokunnan lausunto (TaVL): Hallituksen esitys rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä. Nro 30, 1998 vp.
Talousvaliokunnan lausunto (TaVL): Valtioneuvoston kirjelmä ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (markkinoiden väärinkäyttö). Nro 28/2001 vp.
Talousvaliokunnan mietintö (TaVM): Hallituksen esitys laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräiksi siihen liittyviksi laeiksi. Nro 27, 2002.

4. MUUT VIRALLISLÄHTEET JA ITSESÄÄNTELY

Arvopaperivälittäjien Yhdistys ry:n jäsenyhteisöjen henkilökunnan sisäpiiri- ja kaupankäyntiohje 14.5.2002. (APVY:n sisäpiiriohje)
Helsingin Pörssi. Arvopaperipörssin ohjesääntö 1.9.2002.
Helsingin Pörssi. Ohje listayhtiön omista osakkeista 2.4.2002.
Helsingin Pörssi. Sisäpiiriohje 28.10.1999.
Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö Oy:n suositus listayhtiöille tiedotteiden nimeämiskäytännöstä, 2.2.2001.
Keskuskauppakamari (KKK) ja Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto (TT): Suositus pörssiyhtiöiden hallinnoinnista. Helsinki 1997.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto määräysvaltayhteisöistä ja niiden ilmoittamisesta, nro K/1/97/PMO, annettu 21.1.1997.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto ilmoitusvelvollisten sisäpiiri-ilmoituksista ja sisäpiirirekistereistä, nro K/16/98/PMO, annettu 26.10.1998.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto myöhästyneistä sisäpiiri-ilmoituksista, nro K/28/99/PMO, annettu 7.12.1999.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto arvopaperimarkkinalain mukaiseen arvopaperien tarjoamiseen liittyvästä tulkinnasta, nro K/41/2002/PMO, annettu 11.2.2002.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden tulkinnasta, nro K/42/2002/PMO, annettu 11.2.2002.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto arvopaperimarkkinalain liputussäännösten tulkinnasta, nro K/43/2002/PMO, annettu 11.2.2002.
Rahoitustarkastuksen (Rata) kannanotto arvopaperimarkkinalain mukaiseen julkiseen ostotarjoukseen ja lunastustarjoukseen liittyvästä tulkinnasta, nro K/44/2002/PMO, annettu 11.2.2002.
Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys sisäpiiri-ilmoituksista nro 201.5 (AML), annettu 17.10.2000.
Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys sisäpiirirekistereistä nro 201.6 (AML), annettu 17.10.2000.
Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys julkisen kaupankäynnin kohteena olevan osakeyhtiön omilla osakkeillaan tekemien kauppojen julkistamisesta nro 202.12, annettu 10.3.1998.
Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys sijoituspalveluyrityksen riskienhallinnasta ja muusta sisäisestä valvonnasta nro 203.27, annettu 1.6.1999.
Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys sisäpiiri-ilmoituksista nro 205.3 (SRL), annettu 17.10.2000.

Rahoitustarkastuksen (Rata) määräys sisäpiirirekistereistä nro 205.4 (SRL), annettu 17.10.2000.
Rahoitustarkastuksen (Rata) ohje sijoituspalvelun tarjoamisessa noudatettavista menettelytavoista nro 201.7, annettu 25.11.1998.
Rahoitustarkastuksen (Rata) ohje arvopaperitoimintojen erottamisesta nro 201.12, annettu 16.6.1998.
Rahoitustarkastuksen (Rata) ohje sijoituspalveluyrityksen riskienhallinnan ja sisäisen valvonnan periaatteista sekä sisäisestä tarkastuksesta nro 203.28, annettu 1.6.1999.
Rahoitustarkastuksen (Rata) ohje sijoitusyhtiön arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen julkistamisesta nro 204.2, annettu 14.1.1994.
Valtioneuvoston kirjelmä Eduskunnalle ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi (markkinoiden väärinkäyttö). Nro U 67/2001.
Valtiovarainministeriön asetus (VMA) arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta nro 538, 19.6.2002.
Valtiovarainministeriön päätös (VMP) eräiden tilastotietojen salassa pitämisestä ennen niiden julkistamista nro 86, 27.1.1994.
Valtiovarainministeriön (VM) työryhmämuistioita 3/98. Arvopaperimarkkinat 2000.
Valtiovarainministeriön (VM) työryhmämuistioita 21/98. Hyvä käyttäytyminen arvopaperimarkkinoilla.
Valtiovarainministeriön (VM) työryhmämuistioita 14/2002. Arvopaperien moniportainen hallinta.

5. EUROOPAN UNIONIIN LIITTYVÄT VIRALLISLÄHTEET

Committee of European Securities Regulators (CESR): A European Regime against Market Abuse (CESR/00-096l), 29.6.2000.
Committee of European Securities Regulators (CESR): Questionnaire on available powers for the investigation of cross-border market abuse, 29.11.2000 (julkistamaton kysely).
Committee of European Securities Regulators (CESR): Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information, tammikuu 2001 (julkistamaton kysely).
Committee of European Securities Regulators (CESR): Measures to Promote Market Integrity (CESR/01–052h). February 2002.
Committee of European Securities Regulators (CESR): CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive. (CESR/02–089d). December 2002.
Euroopan Neuvoston Yleissopimus sisäpiirin kaupankäynnistä. Annettu 11.9.1989 (Yleissopimus sisäpiirikaupoista)
Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi arvopaperien ottamisesta viralliselle pörssilistalle sekä siihen liittyvästä tiedonantovelvollisuudesta. Annettu 28.5.2001 (2001/34/EY).
Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö). Annettu 28.1.2003. (2003/6/EY: MAD).
Euroopan Yhteisöjen Komissio: Commission Recommendation of 25 July 1977 concerning a European code of conduct relating to transactions in transferable securities (77/534/EEC).
Euroopan Yhteisöjen Komission Ehdotus: Euroopan Parlamentin ja Neuvoston Direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö). KOM(2001) 281 lopullinen, 2001/aaaa (COD), Bryssel 30.5.2001.
Euroopan Yhteisöjen Komission Ehdotus: Neuvoston päätös menettelystä komissiolle siirrettyä täytäntöönpanovaltaa käytettäessä tehdyn päätöksen 1999/468/EY muuttamisesta. KOM(2002) 719 lopullinen, 2002/0298 (CNS), Bryssel 11.12.2002.
Euroopan Yhteisöjen Neuvoston Direktiivi arvopaperien viralliselle pörssilistalle ottamista koskevien vaatimusten yhteensovittamisesta. Annettu 5.3.1979. (79/279/ETY: Listalleottodirektiivi)

Euroopan Yhteisöjen Neuvoston Direktiivi sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta. Annettu 13.11.1989. (89/592/ETY: Sisäpiiridirektiivi)
Explanatory Report on the Council of Europe's Convention on Insider Trading 1989 and Protocol. Council of Europe. Strasbourg 1989. (Explanatory Report 1989)
Proposition de réglement (CEE) du Conseil portant statut de la société anonyme européenne, OJ No. C 124/10.10.1970.
The Committee of Wise Men: Final Report on the Regulation of European Securities Markets. Brussels, 15.2.2001.

6. ULKOMAISET VIRALLISLÄHTEET

BAWe – Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions and Ad hoc Disclosure Pursuant to the German Securities Trading Act, 2nd edition. April 1998.
BAWe: Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25.10.1999. (BAWe 1999)
BAWe: Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel über Anforderungen an Verhaltensregeln für Mitarbeiter der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute in Bezug auf Mitarbeitergeschäfte vom 7.6.2000. (BAWe 2000)
Betänkande SOU 1989:72 (Värdepappersmarknadskommittén): Värdepappersmarknaden i framtiden: betänkande. Allmänna förlaget. Stockholm 1989. (SOU 1989:72)
Brottsförebyggande rådet (BRÅ): Ekobrott – utvecklingen av några centrala brottstyper. BRÅ-rapport 2002:1.
Commission des Operations de Bourse (COB): 'Profit Warnings' and proposed recommendations. April 2000. Http://www.cob.fr.
Financial Services Authority (FSA): Market Abuse. Consultation on a draft Code of Market Conduct. Consultation Paper (CP) 10, Part 1, kesäkuu 1998.
Financial Services Authority (FSA): Market Abuse. Draft Code of Market Conduct. Consultation Paper (CP) 10, Part 2, kesäkuu 1998.
Financial Services Authority (FSA): Market Abuse. A Draft Code of Market Conduct. Consultation Paper (CP) 59, heinäkuu 2000.
Financial Services Authority (FSA): Supplement to the Draft Code of Market Conduct. Consultation Paper (CP) 76, marraskuu 2000.
Financial Services Authority (FSA): Code of Market Conduct. Policy Statement, huhtikuu 2001.
Financial Services Authority (FSA): Enforcement manual. Policy Statement, toukokuu 2001.
Financial Services Authority (UK Listing Authority, UKLA): The Listing Rules, elokuu 2002.
Financial Services Authority (UK Listing Authority, UKLA): Guidance Manual, huhtikuu 2002.
Financial Services and Markets Bill. House of Commons 17.6.1999, Bill 121.
Finansinspektionens (FI) föreskrifter om marknadsövervakning vid börser, auktoriserade marknadsplatser och värdepappersinstitut 1998:17.
Finansinspektionen (FI): Agenda för en ny marknadstillsyn. Finansinspektionen 2002:1.
Finanstilsynet (FT): Bekendtgørelse om spekulationsforretninger. BEK nr 1002 af 07/12/2001.
Finanstilsynet (FT): Bekendtgørelse insideres meddelelsespligt og udstederes indberetningspligt af visse aktiebesiddelser. BEK nr 774 af 13/09/2002.
International Monetary Fund (IMF): Finland: Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 01/214, November 2001.
International Organisation of Securities Commissions (IOSCO): Objectives and Principles of Securities Regulation. A Report of the IOSCO. September 1998.

International Organisation of Securities Commissions (IOSCO): Questionnaire on police competences of Securities Commissions, 1999 (julkistamaton kysely).

Justitieutskottets betänkande 2000/01:JuU4. Ny insiderstrafflag.

Norges Offentlige Utredninger 1996:2: Verdipapirhandel. (NOU 1996:2)

Ot prp nr 29 (1996–97): Om lov om verdipapirhandel. Finans- og tolldepartementet, 28.2.1997 Norge.

Ot prp nr 80 (2000–2001): Om lov om endringer i lov 9. juni 1997 nr. 79 om verdipapirhandel. Finansdepartementet, 27.4.2001 Norge.

Regeringens proposition 1999/2000:109. Ny insiderlagstiftning, m.m. (Prop.1999/2000:109)

Securities and Exchange Commission (SEC): Selective Disclosure and Insider Trading, annettu 15.8.2000, voimaan 23.10.2000. Http://www.sec.gov/rules/final.

Securities and Exchange Commission (SEC): Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Website Access to Reports, annettu 5.9.2002, voimaan 15.11.2002. Http://www.sec.gov/rules/final.

UK Treasury: The Financial Services and Markets Act. Prescribed Markets and Qualifying Invesments Order 2001.

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki
AOTL	Laki arvo-osuustileistä
APVY	Arvopaperivälittäjien Yhdistys ry
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Saksa)
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (nyk BAFin)
BRÅ	Brottsförebyggande rådet (Ruotsi)
CAO	Company Announcements Office (Yhdistynyt kuningaskunta)
CESR	Committee of European Securities Regulators
CESRPOL	CESR:n alainen yhteistyöelin (ent. Fescopol)
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CJA	Criminal Justice Act
COB	Commission des Opérations de Bourse (Ranska)
CP	Consultation Paper
EIS	Euroopan ihmisoikeussopimus
ESC	European Securities Committee
ETA	Euroopan talousalue
ETY	Euroopan talousyhteisö
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
FESCO	Forum of European Securities Commissions (nyk. CESR)
FI	Finansinspektionen (Ruotsi)
FR	Fondsrådet (Tanska)
FSA	Financial Services Authority (Yhdistynyt kuningaskunta)
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000 (Yhdistynyt kuningaskunta)
FT	Finanstilsynet (Tanska)
HE	Hallituksen esitys
HEX	Helsingin Arvopaperi- ja johdannaispörssi, selvitysyhtiö Oy
HO	Hovioikeus
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
ITSA	Insider Trading Sanctions Act of 1984 (USA)
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (USA)
JVK	Joukkovelkakirjalaina
KHO	Korkein hallinto-oikeus
KKO	Korkein oikeus
KM	Komiteanmietintö
KT	Kredittilsynet (Norja)
KäO	Käräjäoikeus
LaVL	Lakivakiokunnan lausunto
LaVM	Lakivakiokunnan mietintö
MAD	Market Abuse Directive (Markkinoiden väärinkäyttö direktiivi)
MBO	Management buy-out

OLJ	Oikeusministeriön lainvalmisteluosaston julkaisu
OM	Oikeusministeriö
OTC	Over the counter
OYL	Osakeyhtiölaki
PeVL	Perustuslakivaliokunnan lausunto
PKL	Pakkokeinolaki
PMO	Pääomamarkkinaosasto (Rahoitustarkastus)
RaO	Raastuvanoikeus
Rata	Rahoitustarkastus
RL	Rikoslaki
ROL	Laki oikeudenkäynnistä rikosasioissa
SA	Securities Act of 1933 (USA)
SEA	Securities Exchange Act of 1934 (USA)
SEC	Securities and Exchange Commission (USA)
SRL	Sijoitusrahastolaki
TaVL	Talousvaliokunnan lausunto
UKLA	UK Listing Authority
VM	Valtiovarainministeriö
VMA	Valtiovarainministeriön asetus
VML	Laki verotusmenettelystä
VMP	Valtiovarainministeriön päätös
VVK	Vaihtovelkakirjalaina

I
JOHDANTO

1 Tutkimuskohde

Tutkimuksen kohteena on voimassa oleva sisäpiirikauppaa koskeva rikosoikeudellinen sääntely sekä siihen liittyvä arvopaperimarkkinoiden valvonta. Sisäpiirintiedon väärinkäytöksi kutsutaan sellaista rikoslain 51 luvun 1 §:ssä määriteltyä toimintaa, jossa joku pyrkii hankkimaan itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä käyttämällä julkisen kaupankäynnin tai muun ammattimaisesti järjestetyn kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää julkistamatonta ja olennaista tietoa hyväkseen arvopaperikaupassa. Rikokseen voi syyllistyä kuka tahansa, joka on saanut sisäpiirintietoa haltuunsa.

Vääryyden ydin sisäpiirintiedon väärinkäytössä on julkistamattoman ja relevantin tiedon hyväksikäyttäminen arvopaperikaupoissa. Kyseessä on tiedollinen monopoliasema, jota sisäpiiriläinen käyttää hyväkseen. Sijoittajien tulee voida luottaa siihen, että arvopaperisäästämisen riskit perustuvat lähinnä arvopaperit liikkeeseen laskeneiden yritysten taloudelliseen kannattavuuteen eivätkä ensisijassa arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen tai siellä toimivien tahojen eettiseltä kannalta epäilyttäviin toimiin. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä pidetään yleisesti yhtenä kaikkein eniten arvopaperimarkkinoiden puolueettomuutta ja luotettavuutta vaarantavista toimista, ja sen erityisen paheksuttavuuden vuoksi sisäpiirintiedon väärinkäyttö aikanaan ehdotettiin kriminalisoitavaksi. Sääntelyn tavoitteena on ollut varmistaa, että sijoittajat voivat luottaa arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tasapuolisuuteen.[1]

Arvopaperimarkkinoilla toimivien sijoittajien tasapuoliset toimintamahdollisuudet ovat riippuvaisia liikkeeseenlaskijoiden antamasta oikeasta ja oikeaaikaisesta informaatiosta. Tämän johdosta arvopaperit julkisen kaupankäynnin kohteeksi laskeneella yhtiöllä on velvollisuus julkistaa olennaiset arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot välittömästi ja samanaikaisesti kaikille markkinaosapuolille.

> Arvopaperimarkkinoiden toiminnalle on ominaista, että eri markkinaosapuolet pyrkivät ensi sijassa ajamaan omia taloudellisia intressejään ja käyttämään tämän tavoitteen saavuttamiseksi hyväkseen normien mahdollisesti avoimeksi jättämiä tai tulkinnanvaraisia tilanteita.[2]

Lainsäädännön tarkoituksena on suojata sijoittajaa paremman tiedon haltijoiden epäoikeudenmukaiselta hyötymiseltä. Sisäpiirikaupan kielto ei esimerkiksi

---

[1] HE 157/1988 vp, s. 3 ja 55; HE 254/1998 vp, s. 4–5; KM 1987:44 s. 261.
[2] Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta, s. 141.

liikkeeseenlaskijoiden johtoon kuuluvien sisäpiiriläisten osalta kuitenkaan tarkoita sitä, että kaikki kaupankäynti yhtiön arvopapereilla olisi heiltä kielletty, vaan ainoastaan sellainen kaupankäynti, jossa he käyttävät sisäpiirintietoa hyväkseen. Vastaavasti sääntelyllä ei ole tavoiteltu täyttä tiedollista tasapuolisuutta eikä tarkoitus ole ollut kieltää kaikkea muita parempaan tietoon perustuvaa kaupankäyntiä, koska osa tästä paremmasta tiedosta on hankittu laillisesti julkisista lähteistä tutkimusten ja analyysien avulla. On epäoikeudenmukaista sallia sellainen kaupankäynti, joka perustuu muuhun kuin asiallisesti hankittuun tutkimus- tai analyysitietoon ja joka siten antaisi käyttäjälleen ylimääräistä etua muihin kaupankävijöihin verrattuna. Vaikein tehtävä sääntelylle onkin juuri rajan vetäminen oikeudenmukaisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen välille tilanteessa, jossa toimijoilla on epätasavertainen pääsy tietoihin.[3]

Sisäpiirisääntelyn tarpeellisuudesta ei nykyään käydä enää kovinkaan paljon keskustelua, vaan sekä Suomessa että ulkomailla ollaan suhteellisen yksimielisiä siitä, että sisäpiirikaupankäynti on tuomittavaa. Sääntelyn tarpeellisuuden sijasta mielenkiinnon kohteena ovat erityisesti sääntely- ja valvontakeinot, tunnusmerkistön ulottuvuus ja sisäpiirintiedon käsitteen määrittely[4]. Sisäpiirikaupan kiellon rajaaminen on eri maissa ratkaistu hieman eri tavoin, ja se on vaihdellut liikkeeseenlaskijoiden johtajien, työntekijöiden ja omistajien kaupankäynnin kieltämisestä aina kaiken sellaisen kaupan kieltämiseen, joka perustuu muita parempaan tietoon[5]. Säännösten eroavaisuuksien johdosta on Euroopassa katsottu olevan tarvetta niiden entistä suurempaan lähentämiseen.

Arvopaperimarkkinoiden painoarvon lisääntymisen sekä arvopaperikaupankäyntiä kohtaan tunnetun kasvaneen kiinnostuksen johdosta on tarvetta sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevalle tutkimukselle. Tutkimuksen ajankohtaisuuteen vaikuttaa myös se, että sisäpiiririkoksia on entistä suuremmassa määrin päätynyt poliisien, syyttäjien ja tuomioistuinten käsiteltäväksi, mutta aihepiiriä koskevaa kotimaista oikeustieteellistä keskustelua ei juurikaan ole olemassa.[6]

---

[3] Ks. Boatright: Ethics in Finance, s. 35. Epätasapuolisen informaation käyttö on epäoikeudenmukaista ainoastaan silloin, jos kyseinen tieto on hankittu laittomasti tai sen käyttö vahingoittaa jonkun velvollisuuksien noudattamista toisia kohtaan.

[4] Ks. Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 5, jonka mukaan sisäpiirintiedon käsitteen merkitys sääntelyssä on kasvanut sisäpiiriläisen statuksen kustannuksella.

[5] Ks. esim. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 20–22. Henkilö-, tasapaino- ja lähdemalliin perustuvat sisäpiirin rajaukset.

[6] Tutkimuskohteen ulkopuolelle ovat jääneet muun muassa vahingonkorvauksiin, kaupan pätemättömyyteen ja asianomistajuuteen liittyvät seikat, koska tutkimus keskittyy lähinnä sisäpiirisäännöksen tulkintaan ja rikostekojen havaitsemiseen eikä siihen, kenelle teosta aiheutuu jotain vahinkoa.

2 Tutkimustehtävä ja metodit

Tutkimuksen kysymyksenasettelun taustalla on se usein esitetty väite, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö on hyvin vaikeasti näytettävissä toteen.[7] Kyseinen väite voidaan jakaa kahteen eri osa-alueeseen. Ensiksikin tunnusmerkistön tulkintakysymyksiin eli tilanteisiin, joissa tosiseikasto katsotaan periaatteessa selvitetyksi ja jossa kyse on tämän tosiseikaston ja tunnusmerkistön yhteensopivuudesta. Tällöin tulkintaongelmat johtuvat lähinnä tunnusmerkistön sisällöllisestä avoimuudesta. Tältä osin tutkimuksen tavoitteena on selvittää sisäpiirisäännöksen sisältöä ja sen tulkintaa. Toisekseen näytön ongelmat liittyvät tosiseikaston epävarmuuteen, jolloin on kyse näytön riittävyydestä ja sen arvioinnista. Tämän osalta tarkoitus on selvittää viranomaisten, erityisesti Rahoitustarkastuksen, tehtäviä väärinkäytösten selvittämisessä. Kokonaisuutena katsoen tutkimuksessa pyritään muodostamaan kuvaa sisäpiirisääntelystä ja – valvonnasta yleisesti.

Lainopillista eli oikeusdogmaattista tutkimusta leimaa tieteellinen asenne. Sen tuottamat kannanotot eivät ole pelkkiä oletuksia ja arvauksia, vaan perusteltuja ja kontrolloitavissa olevia hypoteeseja. Lainopillinen tutkimus voidaan jakaa teoreettiseen ja käytännölliseen lainoppiin. Teoreettinen lainoppi painottuu oikeudelliseen käsitteenmuodostukseen ja käsitesystematiikkaan sekä kyseisen oikeudenalan yleisiin oppeihin[8]. Käytännöllinen eli tulkintalainoppi taas tuottaa perusteltuja tulkintalauseita voimassa olevan oikeuden normeista joko vallitsevaan tai kriittiseen oikeuslähdeoppiin ja tulkintatraditioon tukeutuen.[9]

> Lainopissa analyyttis-deskriptiivisen näkökulman käyttäminen viittaa vallitsevaan traditioon, kun taas kriittis-normatiivinen näkökulma ei ole samalla tavalla sidoksissa vallitsevan doktriinin tuomarireferenssiin, vaan sen avulla tutkija voi perustella parasta mahdollista tulkintaa esimerkiksi yleisen tasaarvon edistämisen tai taloudellisen kustannustehokkuuden näkökulmasta arvioituna.[10]

---

[7] Ks. esim. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 173.

[8] Ks. Aarnio: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta, s. 53. Teoreettisen lainopin metodi on käsiteanalyyttinen.

[9] Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 53–54 ja 302–305; Aarnio: Oikeussäännösten systematisointi ja tulkinta, s. 40 ja 44; Siltala: Kymmenen teesiä oikeustieteen metodiopista ja oikeustieteellisestä tutkimuksesta. Osa II, s. 390–392.

Ks. myös Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 358, jonka mukaan teorialla tai metodilla ei lainopillisessa tutkimuksessa ole itsetarkoitusta, vaan ne ovat välineitä oikeusjärjestelmän sisältöä koskevien ongelmien jäsentämiseksi ja kannanottojen perustelemiseksi.

[10] Siltala: Oikeustieteen tutkijan itseymmärryksestä, s. 96.

> Tiedeyhteisön metodiopillisessa itseymmärryksessä vallitsee metodinen pluralismi, jossa ei ole olemassa mitään yhtä ja yleistä oikeustieteellistä, etenkään lainopillista, metodia. Lainoppi ei voi tukeutua esimerkiksi oikeushistorian tai oikeustaloustieteen tavoin jonkin toisen tieteenalan valmiimpana annettuun metodioppiin. Oikeustutkijan käsitteellinen tai henkinen työkalupakki sisältää vain vahvasti kohdesidonnaisia eli kohteen mukaan määräytyneitä työvälineitä.[11]

Tutkimuksen kolmannessa ja neljännessä luvussa eli rikoslainopillisessa osuudessa tarkoituksena on voimassa olevan sisäpiirisääntelyn systematisointi ja tulkinta vallitsevan tradition mukaisesti. Oikeusjärjestelmää lähestytään etupäässä sisäisestä näkökulmasta, jolloin tulkintakannanoton muodostamisen ollessa huomion kohteena ollaan episteemisesti sidottuja tiettyyn aineistoon ja tiettyihin toimintaperiaatteisiin.[12] Rikoslain erityisen osan kohdalla soveltava lainoppi tuskin voisikaan oleellisesti poiketa käytännön ratkaisutoimintaa ohjaavasta oikeuslähdeopillisesta konseptista täyttääkseen tehtävänsä.[13]

Sääntelyn sisältöä pyritään avaamaan esittämällä tulkintasuosituksia säännösten soveltamisesta erilaisissa tilanteissa.[14] Kyse on siitä, minkälaisia lainsoveltamiskysymyksiä on ja miten teot jäsentyvät tunnusmerkistön alaisuuteen. Tarkoituksena on rakentaa yhteyttä käytännön oikeuselämään konkretisoimalla sisäpiirintietoa ja sen väärinkäyttöä siinä toimintaympäristössä ja niissä tyypillisissä yhteyksissä, joissa se yleensä esiintyy[15]. Vaikka tutkimuksen painopiste onkin rikoslain erityisen osan puolella, otetaan samalla huomioon soveltuvin osin joitain rikosoikeuden yleisiin oppeihin liittyviä seikkoja tarpeellisissa asia-

---

[11] Siltala: Kymmenen teesiä oikeustieteen metodiopista ja oikeustieteellisestä tutkimuksesta. Osa I, s. 279; Siltala: Oikeustieteen tutkijan itseymmärryksestä, s. 97–98.

[12] Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 53–58.

[13] Ks. Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 56. Oikeuslähteitä ja niiden käyttöä koskien on nähtävissä ainakin kaksi erilaista näkökulmaa. Normatiivisesti painottuneen oikeuslähdeopin mukaan oikeuslähdeoppi ja tulkintateoria liittyvät vahvasti yhteen. Tämä näkökulma rinnastaa lainopin ja ratkaisutoiminnan sekä muotoilee niille yhteiset toimintamallit. Toisen näkemyksen mukaan lainopin ja oikeudellisen ratkaisutoiminnan rinnastaminen ei oikeuslähdeopin osalta ole mahdollista. Lainopillisen tutkimuksen teoreettisuudella ja oikeudellisen ratkaisutoiminnan käytännöllisyydellä on erilaiset tehtävät ja tiedonintressit, jonka takia niissä käytettävät oikeuslähteet eivät voi olla identtisiä.

[14] Ks. Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 17. Lainoppi voi yrittää jäsentää niitä tavoitteita ja arvoja, joita säännösten ja niiden tyypillisten soveltamistilanteiden taustalla on. Se voi myös pyrkiä systematisoimaan niitä kysymysryhmiä, jotka ovat sen tarpeessa, mutta viime kädessä kysymys on kuitenkin rationaaliselle lainsoveltajalle asetettavista vaatimuksista eikä suoraviivaisista tulkintasuosituksista.

Ks. myös Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 129. Ongelmakeskeisessä ajattelussa lainopin tehtäviin voidaan katsoa kuuluvaksi systematisoinnin ja tulkinnan lisäksi myös ongelmien uudelleen muotoilun, systemaattisten yhteyksien osoittamisen ja ongelman ratkaisun kannalta relevanttien näkökohtien kartoittamisen.

[15] Ks. luku III 4. Varsinkin sisäpiirintietoon kuuluvaa olennaisuuden käsitettä tarkastellaan tyypillisissä liikkeeseenlaskijoiden julkistamisvelvollisuuden piiriin kuuluvissa tilanteissa.

yhteyksissä[16]. Systematiikan tehtävänä on saattaa oikeudellinen aines helpommin hallittavaan, yleiskatsauksellisempaan mutta samalla yksityiskohdiltaan tarkempaan ja käytännössä soveltamiskelpoisempaan muotoon[17]. Systematisoinnin osalta tutkimuksessa tarkastellaan rikoksen rakenteen soveltuvuutta sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännökseen[18].

Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen suojeluobjekti on hyvin abstrakti ja ensisijaisesti yhteisöllistä oikeushyvää turvaava. Suoja kohdistuu epämääräiseen joukkoon kaupankävijöitä eli sijoittajiin yleensä. Lisäksi sen tunnusmerkistö on talousrikoksille ominaisesti sisällöllisesti avoin, jolloin tulkinnalle on jäänyt huomattava merkitys lainsoveltamistilanteissa[19]. Kriminaalipoliittisesti suuntautuneessa rikoslainopissa tulkintakannanotot perustuvat kriminaalipoliittisille tavoite- ja arvopäämäärille, eli tunnusmerkistöjen tulkinnassa säännösten suojeluobjektit ja tavoitteet ovat tärkeässä asemassa, mikä on omiaan korostamaan objektiivisen teleologisen laintulkinnan merkitystä.[20] Teleologisessa tulkinnassakaan ei kuitenkaan voida unohtaa rikosoikeudessa keskeisesti vaikuttavia laillisuus- ja syyllisyysperiaatteita.

> Vaikka kriminaalipolitiikassa on ennen kaikkea kyse rikollisuutta ja rikosoikeutta koskevasta oikeuspolitiikasta, on meillä puhuttu myös tieteellisestä kriminaalipolitiikasta. Rikoslainopissa kriminaalipolitiikkaa harjoitetaan rikoslainsäädännön rajoissa.[21]

Kuudennessa luvussa paneudutaan arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan kaupankäynnin valvontaan ja sisäpiiririkosten tutkintaan. Tutkimuksen, lähinnä kriminalistisen lähestymistavan, tarkoituksena on kuvata sitä prosessia, jolla sisäpiiririkoksia yritetään havaita ja selvittää normaalin kaupankäynnin keskeltä. Prosessin kuvauksen avulla pyritään osoittamaan niitä vaikeuksia ja ongelmakohtia, joita riittävän näytön saamisen tiellä on sisäpiiririkostutkinnassa. Poliisin suorittamaa esitutkintaa ei käsitellä, koska kiinnostuksen kohteena on erityisesti tutkittavien tapausten löytäminen, joka on pääosin Rahoitustarkastuksen tehtävä. Sisäpiiririkoksia koskevan tutkinnan lisäksi jaksossa tarkastellaan ilmoitusvelvollisuutta koskevia säännöksiä, joilla on usein merkitystä myös varsinaisen rikostutkinnan kannalta. Luvussa pyritään ottamaan huo-

---

[16] Ks. Nuutila: Viisi teesiä rikosoikeuden yleisten oppien muutoksista, s. 67. Rikoslain erityistä osaa on syytä käyttää perinteistä enemmän yleisen osan tulkinnassa.

[17] Lappi-Seppälä: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 192.

[18] Ks. Husa: Johdatus oikeusvertailuun, s. 14. Oikeusvertailun tuloksia voidaan hyödyntää muun muassa systematiikan muodostuksessa.

[19] Ks. Reed: Straffbar innsidehandel, s. 295.

[20] Lahti: Mitä uutta rikosoikeustieteessä ja rikosoikeuden yleisissä opeissa, s. 213–217; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 26; Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 54.

[21] Lahti: Rikollisuus tutkimuksen ja päätöksenteon kohteena, s. 515; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 11; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 158.

mioon myös todistusharkintaan liittyviä näkökulmia. Kriminaalipolitiikka näyttäytyy luvussa lainsäätäjän suuntaan annettuina näkemyksinä tutkintavaltuuksien käytöstä ja niiden kehittämistarpeesta[22].

> Kriminaalitieteiden yksi osa-alue on kriminalistiikka. Sillä tarkoitetaan rikostutkimusoppia, joka kohdistuu lähinnä poliisitoimintaan ja jossa selvitetään rikostutkintatekniikkaa ja -taktiikkaa. Kriminalistiikka on oppia toimenpiteistä, jotka ovat tarpeen rikosten selvittämiseksi. Se kuvaa rikosten tutkinnassa käytettäviä keinoja ja menetelmiä.[23]

Sisäpiirisääntelyn tutkimuksessa ei ole mahdollista pidättäytyä pelkästään kansalliseen sääntelyyn, koska arvopaperimarkkinoilla kaupankäynti on jo kansainvälistä eivätkä maiden rajat siten muodosta mitään esteitä arvopaperikaupalle. Tutkimukseen sisältyvän oikeusvertailun tavoitteena on selvittää vertailussa mukana olevien maiden sisäpiirisäännösten sisältöä ja lainsäädännön valvonnalle antamia keinovalikoimia sekä yleensä selventää näiden maiden sääntelyn rakennetta ja valvontaympäristöä.[24] Vertailun tarkoituksena ei ole vain kuvata sitä, miltä osin eri maiden sisäpiirisääntely on yhtenevää, vaan mielenkiinnon kohteena ovat erityisesti ne erot sääntelyn sisällössä, joilla käytännössä saattaa olla vaikutusta sisäpiirisäännösten sovellettavuuteen ja sisäpiiririkosten tutkintaan ja rankaisemiseen rajat ylittävissä tapauksissa[25].

Vertailussa ei kuitenkaan pyritä yhtä syvälliseen tarkasteluun kuin Suomen lainsäädännön osalta on tehty eikä sitä ole ulotettu kunkin maan mahdollisesti kaikkia rikoksia koskeviin yleisiin oppeihin, joten esimerkiksi tahallisuuden ja tuottamuksen määritelmät sekä seuraamusjärjestelmien tarkempi sisältö jäävät avoimeksi. Yleisesti ottaen onkin syytä varoa tekemästä vertailusta liian suoria johtopäätöksiä, koska lakeja on pyrittävä lukemaan samalla tavoin kuin niiden alkuperämaassa, eli laintulkitsijan on yksittäisten säännösten lisäksi otettava huomioon oikeusjärjestelmien ominaispiirteet kuten oikeuslähteiden kokonaisuus, oikeuskäytännön asema oikeuslähteenä, tuomioistuinten argumentaatiotapa sekä oikeudenalan systemaattiset periaatteet[26].

---

[22] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 193. Osana käytännöllistä kriminaalipolitiikkaa voidaan puhua kriminaalipolitiikasta käytännön toimintona esimerkiksi rikosten torjuntana.

[23] Heinonen: Rikosoikeus (Peruskäsitteet), s. 61; Salminen: Velallisen rikos, s. 15.

[24] Ks. Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 235, jonka mukaan oikeusvertailevista argumenteista lähinnä säädösvertailu ja systeemivertailu ovat merkityksellisiä tulkinnan kannalta. Pidemmälle menevässä vertailussa selvitetään vieraan järjestelmän toimintaa, viranomaiskäytäntö mukaan lukien. Laajimmassa muodossa vertailu tarkastelee oikeutta kulttuuri-ilmiönä.

[25] Ks. Husa: Johdatus oikeusvertailuun, s. 44. Oikeusvertailussa pyritään löytämään eri oikeusjärjestelmistä sellaisia eroja ja yhtäläisyyksiä, joista voidaan vetää johtopäätöksiä lainsäädäntötoimintaa, oikeudellista ratkaisutoimintaa tai oikeuspoliittista lainsäädäntökritiikkiä varten.

[26] Mikkola: Oikeusvertailun merkitys kansallisten yksityisoikeudellisten normien tulkinnassa, s. 2 ja 17.

Vertailun kohteeksi valikoitujen maiden osalta valintaperusteet hieman vaihtelevat. Perinteisesti suomalainen lainsäädäntö on saanut virikkeitä erityisesti Pohjoismaista ja Saksasta.[27] Lisäksi Suomella ja suomalaisilla pörssiyhtiöillä on muutenkin läheiset yhteydet Ruotsiin, Norjaan ja Tanskaan, joten niiden lainsäädäntö on itsestään selvästi mukana vertailussa. Ranska ja Yhdistynyt kuningaskunta taas ovat Saksan ohella merkittäviä EU-maita, joiden arvopaperimarkkinat ovat hallitsevassa asemassa eurooppalaisessa kentässä. Varsinkin Yhdistynyttä kuningaskuntaa voidaan pitää eurooppalaisena edelläkävijänä pörssitoiminnassa.[28]

Siitä huolimatta, että Yhdysvalloilla on pisin kokemus arvopaperimarkkinoiden sääntelystä ja valvonnasta, ei sitä ole otettu mukaan varsinaiseen vertailuun, koska pääpaino vertailussa on eurooppalaisilla arvopaperimarkkinoilla ja eurooppalaisen sääntelyn ja valvonnan kehittämisessä. Yhdysvaltojen sisäpiirisääntelyä on sen erilaisuudesta johtuen tyydytty selvittämään vain sen omista lähtökohdista katsoen. Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoita pidetään yleisesti maailman kehittyneimpinä ja siellä on ollut arvopaperimarkkinoita koskevaa sääntelyä jo 1930-luvulta alkaen.[29]

Vertailun tavoitteena on myös osaltaan toimia selittävänä tekijänä uudelle markkinoiden väärinkäyttö -direktiiville.[30] Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi säätelee sisäpiirikauppoihin liittyvää problematiikkaa kokonaisvaltaisesti ottamalla huomioon sekä sääntelyyn että valvontaan liittyviä kysymyksiä. Tämän uuden sääntelyn osalta kiinnostuksen kohteena on selvittää, miten se mahdollisesti muuttaa kotimaista ja kansainvälistä sisäpiirisääntelyä ja -valvontaa sekä viranomaisten keskinäistä yhteistyötä tulevaisuu-

---

[27] Ks. HE 44/2002 vp, s. 12–13. Säännöstason ratkaisuja tehtäessä antoisin oikeusvertaileva tieto on saatavissa järjestelmistä, joissa perusratkaisut ovat samantyyppiset, kuten pohjoismaisen ja saksalaisen kielialueen rikosoikeusjärjestelmissä.

Ks. myös Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 16–17; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 3; Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1299.

[28] Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Peruskäsitteet), s. 46, jonka mukaan suomalaisia säännöksiä uudistettaessa on tunnettava EU-maiden säännösten sisältö.

Ks. Mikkola: Oikeusvertailun merkitys kansallisten yksityisoikeudellisten normien tulkinnassa, s. 3, jonka mukaan oikeusvertailun yksi tärkeimmistä tehtävistä nykypäivänä on lainsäätäjän avustaminen.

[29] Ks. Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1306, jonka mukaan Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen käyttäminen rikosoikeustieteellisessä oikeusvertailussa on suotavaa, koska common law -maiden keskustelussa nostetaan mahdollisesti esille toisenlaisia teemoja ja painotuksia kuin meillä on perinteisesti käsitelty.

[30] Ks. Mikkola: Oikeusvertailun merkitys kansallisten yksityisoikeudellisten normien tulkinnassa, s. 4. Oikeusvertailevilla tutkimuksilla on merkitystä myös silloin, kun pohditaan EU:n tasolla harmonisaation mahdollisuuksia eri oikeuskysymysten ratkaisuissa.

Ks. myös Husa: Johdatus oikeusvertailuun, s. 14. Kokonaisuutena oikeusvertailu toimii tietoperustan laajentajana.

dessa.[31] Direktiivin käsittelyn osalta tutkimustehtävä on suhteellisen teknisluonteinen, koska tavoitteet ja keinot ovat direktiivissä pitkälti määrätty ennakolta[32].

Mainittujen lähestymistapojen ohella taloudellisilla tekijöillä sekä arvopaperimarkkinoiden ominaispiirteillä ja käsitteillä on osaltaan vaikutusta tutkimuksen sisältöön. Tämä on sinänsä luonnollista, koska sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tarkoituksena on omalta osaltaan tukea arvopaperimarkkinoiden toiminnalle asetettuja tavoitteita[33]. Tutkimuksessa voidaan lisäksi havaita kriminaalipolitiikan osin vaikuttavan tutkimuksen eräänlaisena taustaideologiana, joka näkyy argumentaation avoimuudessa ja ohjautumisessa kriminaalipoliittisista lähtökohdista käsin.[34]

---

[31] Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 20. Direktiivien osalta kyse ei ole oikeusvertailusta vaan tarkastelu koskee hierarkkisessa suhteessa olevia oikeusjärjestelmiä ja siitä kansalliselle oikeusjärjestelmälle aiheutuvia vaatimuksia ja niiden täyttämistä.

[32] Ks. Nuotio: Rikosoikeus (Kansainvälinen ja eurooppalainen rikosoikeus), s. 161. Yleensä direktiivi jättää keinojen valinnassa tilaa kansalliselle lainsäädäntövallalle, mutta säätää sitovasti tavoitteista.

Ks. Halme: Pankkisäätely ja valvonta, s. 28. Tavoite-keinosidotulla tutkimuksella on yhtymäkohtia lainopilliseen tutkimukseen kuuluvan oikeussäännösten systematisoinnin ja normien sisällön arvioimisen kanssa.

Ks. myös Linna: Ulosottorealisoinnista de lege ferenda, s. 19–23. Linna jakaa de lege ferenda -tutkimuksen neljään tilanteeseen; 1) tavoite-keinosidottu tutkimus, 2) tavoitesidottu tutkimus, 3) keinosidottu tutkimus ja 4) tavoite-keinoavoin tutkimus.

[33] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 267. Arvopaperimarkkinoihin liittyvien rikosten osalta haluttiin jo alun perin aikaansaada aineellinen lainsäädäntö ennen rikoslainsäädäntöä.

[34] Ks. Halme: Pankkisäätely ja valvonta, s. 16. Oikeuspoliittinen näkökulma sisältyy useaan oikeustieteen tutkimushaaraan.

3 Lähdeaineisto

Sisäpiirisääntelyn perusteita, taustoja ja teorioita koskevia keskusteluja on pääosin käyty ulkomailla, joten tältä osin sisältö painottuu paljolti ulkomailla esitettyihin näkemyksiin. Tässä keskustelussa viitataan usein taloustieteilijöiden tai oikeustaloustieteilijöiden kantoihin, jotka oikeustieteilijöiden ohella ovat ahkerasti esittäneet näkemyksiään sisäpiirisääntelyn tarpeellisuudesta yleensä eikä vain sen rikosoikeudellisesta sääntelystä.[35]

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on Suomessa ollut kriminalisoitua jo yli kymmenen vuoden ajan. Siitä huolimatta meillä ei ole asian tiimoilta juuri kotimaista oikeuskirjallisuutta. Oikeuskäytännöstä ilmenee, miten ja millä perusteilla samankaltaiset tai muuten vertailukelpoiset tapaukset on aiemmin ratkaistu. Koska oikeuskäytäntöä meillä on muodostunut toistaiseksi vain hieman eikä yksikään ratkaisu ole korkeimman oikeuden antama, pyritään tutkimuksen oikeusdogmaattisissa osuuksissa käyttämään hyväksi sekä alempien oikeusasteiden että jonkin verran myös syyttäjien syyttämättäjättämispäätöksien perusteluja tulkintasuosituksia ja näyttöön liittyviä kysymyksiä pohdittaessa. Suomalaisia säädöksiä on seurattu säädöskokoelman numeroon 652/2003 asti.

Kotimaisen oikeuskirjallisuuden ja tuomioistuinratkaisujen vähyydestä johtuen lainvalmisteluaineisto saa suhteellisen tärkeän aseman erityisesti tutkimuksen lainopillisissa luvuissa kolme, neljä ja viisi. Läpi tutkimuksen käytetään hyväksi myös asiaan sopivaa ulkomaista kirjallisuutta ja soveltuvin osin ulkomaisten tuomioistuinten päätöksiä omia kantoja perusteltaessa sekä rikastuttamaan kokonaisargumentaatiota.[36] Ulkomaisen lähdemateriaalin käyttö argumentaatiossa vaatii ottamaan huomioon myös sen, kuinka samankaltaisia vertailtavat ja tulkittavat säännökset ovat ja onko niiden taustalta mahdollisesti löydettävissä yhteisiä nimittäjiä[37].

---

[35] Esitys perustuu lähinnä law and economics -kirjallisuuteen, eikä varsinaista taloustieteellistä taustaa tarkastella.

Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 80. Taloustieteen hyödyntäminen oikeustutkimuksessa (law and economics -tutkimus) perustuu oikeussääntöjen tehokkuusvaikutusten analyysiin.

Ks. myös Määttä: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 115–116, jossa hän puhuu erikseen rikostaloustieteestä, joka voi lähestymistavaltaan olla taloustieteellisesti tai oikeustieteellisesti painottunutta. Se voidaan jakaa myös osa-alueittain lainopillisesti, kriminologisesti tai kriminaalipoliittisesti suuntautuneeksi.

[36] Ks. Helin: Kieli oikeustodellisuuden rakentajana, s. 1035, jonka mukaan suuri osa lainopillisten esitysten sisällöstä on sen toistamista, mitä muut ovat aiemmin sanoneet, ja niin täytyy ollakin. Tradition päälle voi sitten rakentaa vähän omaa.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta opillinen traditio Suomessa on suhteellisen vähäistä, joka osaltaan pakottaa automaattisesti tutkimuksen laajempaan omaehtoisuuteen sekä tarpeeseen hakea näkemyksiä myös kotimaan ulkopuolelta.

[37] Ks. Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 235–236. Kansainvälinen lainsäädäntö, joka on implementoitu Suomeen, voi olla tärkeää tulkinta-aineistoa ja sellaisena välillisesti oikeuslähde. Ks. luvussa II 3.4.6, direktiivien tulkintavaikutuksesta.

Ulkomaisen aineiston[38] avulla on näkökulmia haettu Pohjoismaista ja muualta Euroopasta, mutta lähteitä on saatu myös Yhdysvalloista, vaikka perinteisesti varsinkaan Yhdysvaltojen common law -oikeudella ei ole ollut välitöntä vaikutusta Suomeen.[39] Amerikkalainen sisäpiirintiedon väärinkäytön teoria eroaa taustaltaan selvästi suomalaisesta EY:n sisäpiiridirektiiviin pohjautuvasta sääntelystä, mutta toisaalta sisäpiirintiedon sisältö muistuttaa sen verran läheisesti suomalaista määritelmää, että tältä osin on ollut mahdollista ottaa huomioon myös Yhdysvalloissa esitettyä argumentaatiota suomalaisessa tutkimuksessa.

Ulkomaisen aineiston osuus ei voi olla yhtä merkittävässä asemassa selvitettäessä kotimaisen normin tulkintaa kuin tarkasteltaessa systematiikkaa, teoriaa tai yleisiä oppeja. Oikeusvertailun hyödyntämistä rajoittaa kotimaisessa lainkäytössä laillisuusperiaate, mutta tieteellisessä tutkimustyössä laillisuusperiaatteen rajoitukset ovat huomattavasti väljempiä[40]. Lähteiden käyttö on vapaampaa myös silloin, kun tarkoitus ei ole löytää voimassaolevan oikeuden todennäköisintä ratkaisua vaan parhaiten perusteltu tulkinta.[41]

Oikeusvertailevissa osissa pääasiallisina lähteinä toimivat kyseisten maiden sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvät lainsäännökset. Lainsäädäntöä täydentävinä lähteinä käytetään jonkin verran myös lain esitöitä, viranomaisohjeita, oikeuskirjallisuutta sekä eri oikeusasteiden ratkaisuja selventämään lain sisältöä. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin osalta lähteinä toimivat direktiivin tausta-aineistona olevat Euroopan yhteisöjen komission ehdotus direktiiviksi ja CESR:n julkaisut.

---

[38] Ulkomainen lähdeaineisto painottuu englanninkielisiin esityksiin, koska asiaan liittyvää kansainvälistä keskustelua käydään pääosin englanniksi.

[39] Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 8.

[40] Ks. Husa: Johdatus oikeusvertailuun, s. 35. Oikeusvertailun avulla tuotetut argumentit ovat lähinnä sallittujen oikeuslähteiden joukossa.

[41] Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1295 ja 1303; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 3; Lahti: Kohti 2000-luvun rikosoikeutta, s. 946; Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 9.

4 Työn rakenne

Tutkimus jakautuu seitsemään varsinaiseen lukuun. Käsillä oleva ensimmäinen luku on johdatus tutkimuksen aihepiiriin. Tarkoituksena on esitellä yleisesti kysymyksenasettelua ja tutkimusotetta. Luvussa selvitetään myös arvopaperimarkkinoiden merkitystä pääpiirteittäin sekä niiden kehittymistä Suomessa.

Toisessa luvussa käsitellään sisäpiirisääntelyn lähtökohtia. Jakson aluksi tarkastellaan sisäpiirintiedon väärinkäytön historiaa suomalaisen ja siihen vaikuttaneen eurooppalaisen sääntelyn kannalta. Sen jälkeen käydään läpi niitä sisäpiirisääntelyn taustalla olevia kannanottoja, joilla sääntelyä on vastustettu, ja perusteita, joilla sitä on puollettu, sekä myös varsinaista sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn teoriaa. Lopuksi selvitellään vielä tutkimuksen rikosoikeudellisia premissejä ja markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin tavoitteita.

Kolmas ja neljäs luku liittyvät kiinteästi toisiinsa ja muodostavat tutkimuksen kannalta keskeisen kokonaisuuden. Kolmas luku tarkastelee sisäpiirintietoa, kun taas neljäs luku keskittyy muihin sisäpiirintiedon väärinkäytöstä rankaisemisen edellytyksiin. Vaikka edellä mainitut osat ovatkin sinänsä samaa kokonaisuutta, on ne erotettu omiin lukuihinsa, koska sisäpiirintieto on niin merkittävässä asemassa koko sääntelyn kannalta, että se on syytä käsitellä itsenäisesti ja erillisenä muusta osasta. Jos ei ole sisäpiirintietoa, ei voi olla sen väärinkäyttöäkään. Viides luku liittyy kolmanteen ja neljänteen lukuun. Siinä selvitetään muutamia sisäpiirisääntelyyn liittyviä erityiskysymyksiä kuten esimerkiksi törkeää tekomuotoa ja oikeushenkilön rangaistusvastuuta.

Kuudennen luvun sisältö keskittyy sisäpiiririkosten valvontaan ja tutkintaan liittyviin seikkoihin. Tässä osuudessa käydään läpi tutkintaprosessin eri vaiheita kuten tutkinnan aloittamista, näytön keräämistä ja niihin liittyviä keinoja sekä vaikeuksia. Siinä missä edelliset luvut pohtivat säännöksen tulkintaan liittyviä ongelmia, tämä jakso selvittelee käytännön tutkinnassa ilmeneviä näyttöä koskevia ongelmia ja pyrkii löytämään niihin mahdollisia ratkaisuja. Luvussa tarkastellaan myös hallinnollisten sanktioiden käyttöönoton perusteltavuutta.

Seitsemännessä luvussa työn keskeisimmät seikat vedetään yhteen. Luku sisältää koko tutkimuksen johtopäätökset. Jakso sisältää myös markkinoiden väärinkäyttö –direktiiviä koskevan yhteenvedon.

Oikeusvertailevat osuudet on tutkimuksessa hajautettu soveltuviin kohtiin asianomaisiin lukuihin. Sisäpiirisääntelyn kansainvälinen vertailu kohdistuu lähinnä Eurooppaan. Tutkimuksessa etsitään niitä huomattavia eroja, joita sääntelyssä ja viranomaisvaltuuksissa saattaa olla sisäpiiridirektiivin olemassa-

olosta huolimatta.[42] Työssä käydään läpi myös Yhdysvaltojen sisäpiirisääntelyn tärkeintä sisältöä. Yhdysvaltain sisäpiirikaupan teorioita on tarkasteltu omana erillisenä kokonaisuutena luvussa kaksi.[43]

Euroopan parlamentin ja neuvoston hyväksymää uutta markkinoiden väärinkäyttö -direktiiviä käsitellään myös soveltuvissa kohdissa aina kunkin aiheen välittömässä yhteydessä. Lukujen nimissä on de lege ferenda -viite. Direktiivin tarkoitus on ulottaa harmonisointi entistäkin pidemmälle korvaamalla nykyinen sisäpiiridirektiivi ja yhdistämällä samaan direktiiviin sekä sisäpiirintiedon väärinkäyttö että markkinoiden manipulointi. Markkinoiden manipulointia ei kuitenkaan tutkimuksessa käsitellä.

---

[42] Ks. Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1303–1304. Rikosoikeuskulttuurien ei tarvitse olla täysin samanlaisia, kunhan niissä vain on riittävästi samantyyppisiä piirteitä vertailtavan ilmiön suhteen, että vertailu on hyödynnettävissä luontevasti eikä luotettavuus kärsi.

Ks. myös Pöyhönen: Sopimusoikeuden järjestelmä ja sopimusten sovittelu, s. 9. Pöyhönen puhuu yhtenäisyysavaimesta edellytyksenä ilmiöiden rinnastamiselle toisiinsa. Vertailtavien oikeusjärjestelmien on oltava riittävän samankaltaisia tarkasteltavasta näkökulmasta.

[43] USA:ta ei varsinaisesti vertailla muihin maihin, koska vertailu ei silloin kertoisi riittävästi USA:n systeemistä, jossa oikeuskäytännöllä ja siellä muodostuneilla sisäpiiriteorioilla on keskeinen merkitys sääntelyn rajojen määrittämisessä. Ks. luku II 2.3.

5 Arvopaperimarkkinat

5.1 ARVOPAPERIMARKKINAT YLEISESTI

Rahoitusjärjestelmässä erilaiset toimijat muodostavat monimuotoisen verkoston, jonka tehtävänä on tarjota lukuisia keinoja välittää ja siirtää pääomaa rahoitusasemaltaan tilapäisesti ylijäämäisiltä eli säästäviltä talousyksiköiltä tilapäisesti rahoitusta tarvitseville talousyksiköille. Tärkeä osa tätä talousyksikköjen rahoitusongelmien ratkaisua palvelevaa verkostoa ovat arvopaperimarkkinat. Arvopaperimarkkinat ohjaavat pääomavirtoja tarjoamalla mahdollisuuden niille yhteisöille tai henkilöille, joilla on ylimääräistä pääomaa, sijoittaa niiden yksityis- tai julkisoikeudellisten yhteisöjen liikkeeseen laskemiin arvopapereihin, jotka pääomaa tarvitsevat. Ihannetilanteessa sijoitustoiminta johtaa pääomien allokoitumiseen kannattavaan ja hyvin hoidettuun toimintaan, jonka tuotto-odotukset ovat riskin huomioon ottaen korkeammat kuin muilla vaihtoehdoilla.[44]

> Arvopaperimarkkinoiden ominaispiirteisiin ja tehtäviin kuuluvat markkinoiden säännöllisyys eli kaupankäynnin jatkuvuus ja likvidiys, hinnanmuodostuksen luotettavuus, teollisuuden investointien rahoitus ja muutoksen ennakointi.[45]

Kansantalouden rahoitushuollon välineenä arvopaperimarkkinoiden ensi- ja jälkimarkkinoiden arvo on huomattava. Arvopaperien ensimarkkinoilla hankitaan omaa pääomaa laskemalla liikkeeseen osakkeita tai muita osuuksia omaan pääomaan ja vierasta pääomaa laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjoja tai muita velkasitoumuksia. Yhtiöt voivat laskea liikkeeseen myös arvopapereita, jotka ovat yhdistelmiä oman ja vieraan pääoman ehtoisista arvopapereista kuten optio- ja vaihtovelkakirjalainoja. Jälkimarkkinoilla sijoittajat käyvät kauppaa ensimarkkinoilla liikkeeseen lasketuilla arvopapereilla. Toimivat jälkimarkkinat ovat tehokkaiden ensimarkkinoiden edellytys.[46]

---

[44] VM 3/98, s. 1; HE 157/1988 vp, s. 3; Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 68–69. Ks. myös Ekholm: Essays on Stock Market Reactions to New Information, s. 3.

[45] Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta, s. 70–71.

Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 184. Arvopaperimarkkinoiden päätehtäviin kuuluu riskin jakamisen ja pääomien keräämisen mahdollistamisen lisäksi myös yritysten tarkkailun ja valvonnan mahdollistaminen.

[46] HE 157/1988 vp, s. 3.

Arvopaperimarkkinoiden rooli rahoituksen järjestämisessä on merkittävä erityisesti suurille talousyksiköille kuten yrityksille ja julkisyhteisöille. Kotitalouksille, pienille yrityksille ja monille suurillekin yrityksille julkisen kaupankäynnin ulkopuolella oleva välitetty rahoitus on ollut ainoa tai merkittävä kanava, jonka kautta ulkoista rahoitusta on totuttu hakemaan. Pankkien ja vakuutuslaitosten keskeinen asema rahoitusmarkkinoilla on johtunut siitä, että ne ovat kyenneet järjestämään asiakkailleen hyvin toimivien rahoitusmarkkinoiden edut pienemmin kustannuksin, kuin mihin asiakkaat itse suoran rahoituksen avulla olisivat pystyneet. Julkisten markkinoiden ulkopuolella vaihdettaviin sitoumuksiin perustuvan välitetyn rahoituksen huomattava kustannusetu on kuitenkin murtumassa. Arvopaperimarkkinoilla toimivat rahoituksen välittäjät pystyvät tarjoamaan esimerkiksi pankkitalletuksiin verrattuna likviditeetiltään ja riskiominaisuuksiltaan kilpailukykyisiä sijoitusvaihtoehtoja ratkaisuksi yhä pienemmille sijoitustarpeille.[47]

5.2 ARVOPAPERIMARKKINAT SUOMESSA

Arvopaperipörssitoimintaa harjoitettiin Suomessa kuukausittaisina huutokauppoina jo 1800-luvun loppupuolella. Varsinaisen säännöllisen arvopaperipörssitoiminnan voidaan kuitenkin katsoa alkaneen vuonna 1912 Uudenmaan lääninkuvernöörin vahvistettua Helsingin Pörssin säännöt. Arvopaperikauppakokouksia pidettiin siitä lähtien joka arkipäivä sotien aiheuttamia katkoksia ja joitakin kesäkuukausia lukuun ottamatta. Vuonna 1984 Helsingin Pörssin uudeksi yhteisömuodoksi valittiin osuuskunta ja nimeksi otettiin Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta. Pörssin oikeudellinen luonne oli ollut sitä ennen ongelmallinen, koska sitä ei ollut merkitty aatteellisten yhdistysten rekisteriin eikä toisaalta ollut selvää, että se olisi ollut taloudellinen yhdistys.[48]

Turkuun perustettiin vuonna 1919 pörssi. Turun Pörssi toimi säännöllisesti vuosina 1919–1920, mutta se lopetti toimintansa vuosiksi 1939–1941, vaikka itse pörssiä ei silloin lakkautettukaan. Turun Pörssin toiminnan lakattua Suomessa ei noteerattu julkisesti arvopapereita muualla kuin Helsingin Pörssissä ennen niin sanotun meklarilistan perustamista vuonna 1981. Meklarilistasta vastasivat alun perin pörssin jäseninä olleet välittäjät ja sittemmin niiden vuonna 1984 perustama Arvopaperivälittäjien yhdistys. Vuonna 1984 Arvopaperivälittäjien yhdistys perusti myös niin sanotut OTC- eli over the counter -markkinat.[49]

---

[47] VM 3/98, s. 51–52
[48] Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 35.
[49] HE 157/88, s. 13.

Suomalaiset arvopaperimarkkinat joutuivat 1980-luvun puolivälin jälkeen voimakkaiden muutospaineiden alaisiksi. Niiden merkitys yritysten rahoituksessa kasvoi vuosikymmenen loppupuolella. Syynä tähän olivat arvopaperimarkkinoiden erittäin nopea kasvu sekä siihen liittyvä kotimaisen ja ulkomaisen pääoman vapautuminen. Suomen arvopaperimarkkinoiden voimakas kasvu 1980-luvulla ilmeni muun muassa sijoittajien määrän kasvuna, Helsingin Arvopaperipörssissä kaupan kohteena olevien arvopaperien vaihdon ja lukumäärän kasvuna, osakeindeksin jyrkkänä nousuna, arvopaperien liikkeeseenlaskun vilkastumisena sekä uusien arvopaperimarkkinoiden perustamisena.[50]

Pääomien helppo saatavuus yhdistettynä ainakin näennäisesti helppoihin ja suuriin voittoihin arvopaperimarkkinoilla aiheutti sekä yksityisten että yhteisöjen ryntäyksen markkinoille. Arvopaperimarkkinarikosten sääntelyyn kiinnitettiin lainsäädäntötasolla huomiota vasta 1980-luvun lopulla. Arvopaperimarkkinoiden nopean kasvun ja niiden yhteiskunnallisen merkittävyyden vuoksi oli välttämätöntä luoda perusta arvopaperimarkkinoita koskevalle lainsäädännölle ja samalla sanktioida tietyt haitallisiksi katsottavat menettelytavat. Uusi lainsäädäntö oli tarpeen markkinoiden luotettavuuden, uskottavuuden ja valvonnan kannalta.

Nopeassa tahdissa säädettiin sijoitusrahastolaki (480/1987)[51], laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä (772/1988), arvopaperimarkkinalaki (495/1989) ja laki arvopaperinvälitysliikkeistä (499/1989)[52]. Arvopaperimarkkinalaki ja laki arvopaperinvälitysliikkeistä muodostivat arvopaperimarkkinoita koskevan erityislainsäädännön perustan, jonka päätarkoituksena oli arvopaperimarkkinoiden tehokkaan toiminnan turvaaminen ja sijoittajan suojan vahvistaminen.[53] Arvopaperimarkkinalainsäädäntö saavutti noin kymmenessä vuodessa länsieurooppalaisen vaatimustason, kun siihen sisällytettiin parinkymmenen vuoden kuluessa laaditut Euroopan unionin normit[54].

Ennen arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön voimaantuloa oli markkinoita koskeva erityislainsäädäntö ollut hyvin niukkaa. Laintasoisten normien puuttuessa korostui markkinoiden omien säännöstöjen merkitys. Itsesääntelyn piiriin kuuluvia määräyksiä ja ohjeita olivat antaneet Helsingin Arvopaperipörssi Osuuskunta ja Arvopaperivälittäjien yhdistys ja ennen sitä nyt jo lakkautettu meklarikokous. Helsingin Arvopaperipörssin itsesääntelynormit sisältyivät osuuskunnan sääntöihin vuodelta 1984 sekä hallintoneuvoston vuonna

---

[50] Ibid.
[51] Nykyisin sijoitusrahastolaki (48/1999).
[52] Nykyisin laki sijoituspalveluyrityksistä (579/1996).
[53] Harju: Rahoitus ja rahoitusmarkkinat, s. 571 ja 576; Häyrynen: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 19.
[54] VM 3/98, s. 67.

1985 vahvistamaan ohjesääntöön ja vuonna 1986 vahvistamaan järjestyssääntöön. Ensimmäisen kerran niihin tehtiin muutoksia jo vuonna 1987.[55]

Pörssin ohje- ja järjestyssääntöjen mukainen itsesääntely sisälsi sopimusperusteisen velvollisuuden noudattaa pörssin sääntöjä, määräyksiä ja ohjeita sekä pörssieettisiä määräyksiä. Pörssin johto valvoi pörssieettisten määräysten noudattamista, ja neuvoa antavana elimenä sitä avusti pörssin eettinen lautakunta. Pörssin johdolla oli ohjesäännön mukaan mahdollisuus valvontaansa tehostaakseen antaa eettisiä määräyksiä rikkoneelle huomautus, keskeyttää arvopaperin noteeraus tietyksi ajaksi, poistaa arvopaperi kokonaan listalta, pidättää välittäjän tai meklarin oikeus tietyksi ajaksi, peruuttaa välittäjän tai meklarin oikeus, määrätä sopimussakko tai erottaa jäsen osuuskunnasta.[56]

Lama 1980- ja 1990-lukujen taitteessa toi tullessaan vaikeuksia liikkeeseenlaskijoille. Osakkeiden markkina-arvot laskivat voimakkaasti ja osakeantien määrä jäi vähäiseksi. Vuoden 1992 loppupuolelta 2000-luvun alkuun asti osakemarkkinat kehittyivät nopeasti talouden kasvun ja kaupankäynnin tehostumisen myötä. Suomen osakemarkkinoiden toiminnan kannalta yksi keskeinen muutos oli ulkomaisten sijoittajien osakeomistusten kasvu sen jälkeen, kun ulkomaalaisten omistusta koskevat rajoitukset poistettiin vuoden 1993 alussa.[57]

Nykyisin varallisuutta on Suomessa ohjautunut entistä enemmän arvopaperimarkkinoille. Tähän ovat osaltaan olleet vaikuttamassa paitsi markkinoiden suhteellinen joustavuus myös muun muassa eläkevarojen sijoittamista koskeneet muutokset sekä yksityishenkilöiden sijoituksilleen asettamat kasvaneet tuotto-odotukset. Yksityishenkilöt ovat nähneet sijoittamisessa yhä enenevässä määrin mahdollisuuden varautua myös tulevaisuuden elämäntilanteiden muutoksia varten. Arvopaperimarkkinoille näin virrannut lisävarallisuus on antanut samalla yrityksille aikaisempaa monipuolisemmat mahdollisuudet hoitaa rahoitustaan.[58] Tästä huolimatta yritysten rahoitus on Suomessa yhä hyvin pankkikeskeistä, ja pankkien asema rahoituksen ensisijaisena lähteenä on pysynyt vahvana. Helposti saatava ja halpa pankkiluototus on viime aikoina myös jarruttanut pääomamarkkinoiden monipuolistumista, minkä lisäksi pörssikurssien jyrkkä alamäki on estänyt pääoman hankkimisen osakeanneilla.[59]

---

[55] HE 157/88, s. 17; Harju: rahoitus ja rahoitusmarkkinat, s. 576.

[56] HE 157/88, s. 17.

[57] VM 3/98, s. 7–10.

Ks. Harju: Rahoitus ja rahoitusmarkkinat, s. 587. Käytännössä ulkomaisten sijoittajien puuttuminen merkitsisi sitä, että arvopaperimarkkinat eivät voisi toimia tehokkaasti ja kilpailullisesti eikä rahoitusta olisi vaivattomasti saatavilla.

Ks. myös Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 167. Helsingin Pörssi on ulkomaisten sijoittajien omistuksen määrällä samoin kuin ulkomaisten arvopaperivälittäjien markkinaosuudella mitattuna yksi maailman kansainvälisimmistä pörsseistä.

[58] HE 184/2001 vp, s. 17–18.

[59] Teollisuuden ja työnantajain keskusliiton, Kauppa- ja teollisuusministeriön ja Suomen pankin tekemä teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskysely, 27.11.2002.

II
SISÄPIIRISÄÄNTELYN LÄHTÖKOHDAT

1 Historia

Perinteisesti sisäpiirin kaupankäyntinä on pidetty toimintaa, jossa yhtiön johtavassa asemassa oleva henkilö käyttää asemansa perusteella saamaansa julkistamatonta arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavaa tietoa hyväkseen arvopaperikaupassa. Vuosisadan alussa tällaista toimintaa ei pidetty moitittavana, vaan sisäpiirikauppaa saatettiin pitää jopa osoituksena hyvästä liikemiesvaistosta. Vajaan sadan vuoden aikana suhtautuminen on muuttunut rajusti ja nykyään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä arvopaperikaupoissa pidetään yleisesti haitallisena.[60]

1.1 SUOMI

Suomessa ei ollut arvopaperimarkkinalainsäädäntöä ennen kuin vasta 1980-luvun loppupuolella, jolloin arvopaperimarkkinalaki (AML) tuli voimaan elokuussa 1989. Sääntely arvopaperimarkkinoilla perustui Suomessa sitä ennen pääasiallisesti yleiseen velvoite-, sopimus- ja kauppaoikeuteen sekä muutamaan yksittäiseen lakiin ja yhtiöoikeuteen.[61] Sisäpiirikaupan aiheuttamaan sääntelytarpeeseen reagoi ensimmäisenä Pohjoismaana Ruotsi antamalla lain osakkeenomistuksen rekisteröinnistä vuonna 1971. Lain tavoitteena oli vastustaa sisäpiirikauppoja, vaikka varsinainen suora sisäpiirikaupan kielto säädettiinkin vasta vuonna 1985.[62]

---

[60] Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 1.
Ks. myös Manne: Insider Trading and the Stock Market, jonka mukaan sisäpiirikaupan laillisuudesta ja moraalista ei kiistelty vielä viime vuosisadalla tai tämän vuosisadan alussa Yhdysvalloissa.

Vrt. Rider: Insider Trading – A Crime of our Times?, s. 326, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei ole uusi asia, ja että sitä paheksuttiin Englannissa jo vuonna 1696, kun Parlamentin asettamat komissaarit raportoivat seuraavasti; "the pernicious art of stockjobbing hath of so late wholly perverted the End and Design of Companies". Hieman myöhemmin asiasta kirjoitti Daniel Defoe todeten koko rahoitusteollisuuden olevan "a complete system of knavery, it is a trade founded in fraud, born of deceit and nourished by trick, wheedle, forgeries, falsehoods and all sorts of delusions". Reilut kaksi sataa vuotta myöhemmin vuonna 1911, kun lehdistössä vihjailtiin Winston Churchillin käyttäneen sisäpiirintietoa Marconi skandaalin yhteydessä, totesi Churchill väitteen olevan "downright insulting and libellous".

Ks. myös Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 227; Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 309.

[61] HE 157/88 vp, s. 3; KM 1987:44, s. 261.
Vrt. Esimerkiksi Yhdysvalloissa on arvopaperikauppaa säännelty lailla jo 1930-luvulta alkaen.

[62] Ks. OLJ 3/1993, s. 56; Ks. 2000/01:JuU4, s. 3. Lagen (1971:827) om registrering av vissa aktieinnehav ja Lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden.

Arvopaperimarkkinalakia säädettäessä pidettiin arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuden varmistamiseksi ja sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tunteman luottamuksen ylläpitämiseksi välttämättömänä kieltää liikkeeseenlaskijoiden ja markkinaosapuolien keskeisiä luottamus- ja toimihenkilöitä käyttämästä yksityiseksi hyödykseen sitä luottamuksellista tietoa osakkeiden hinnanmuodostukseen vaikuttavista seikoista, mitä he asemansa nojalla saavat. Arvopaperimarkkinoilla toimii aina tahoja, joilla yritystoiminnan ja arvopaperikaupan luonteen vuoksi on hallussaan tietoa, jota ei voida julkistaa vahingoittamatta yrityksen toimintamahdollisuuksia. Tämän vuoksi julkisuusperiaatetta täydennettiin tietyillä käyttäytymissäännöillä arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuden takaamiseksi. Merkittävin näistä käyttäytymissäännöistä kieltää arvopaperin hintaan vaikuttavan julkistamattoman tiedon käytön arvopaperikaupassa. Kieltoa täydentämään asetettiin kaupankäyntirajoitukset liikkeeseenlaskijoiden johdolle ja tilintarkastajille sekä julkisesta kaupankäynnistä vastaaville ja arvopaperinvälitystä harjoittaville henkilöille. Lisäksi määrättiin sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden osakkeenomistus asianomaisissa yhteisöissä julkiseksi. Näiden rajoitusten tarkoituksena ei ollut estää edellä mainittujen tahojen arvopaperisäästämistä mutta kylläkin vaatia siltä suunnitelmallisuutta.[63]

> Yhtiön johdolla on ollut ilmoitusvelvollisuus jo osakeyhtiölain perusteella. Osakeyhtiölain 8:5:n perusteella hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan on tullut ilmoittaa hallitukselle yhtiössä omistamansa sekä huollossaan olevan alaikäisen lapsen omistamat osakkeet. Tiedot ovat olleet yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä.

Sisäpiiriläisten kontrollin katsottiin edellyttävän lainsäädäntöä, koska itsesääntelyn avulla ei voida puuttua kaikkien sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden toimintaan ja koska sääntelyn tehokkuus edellyttää myös rikosoikeudellisten seuraamusten käyttömahdollisuutta. Ehdotetussa luottamuksellisen yritystiedon tahallisessa tai törkeän huolimattomassa väärinkäytössä asetettiin enimmäisrangaistukseksi kaksi vuotta vankeutta. Tuottamuksellisesta teosta eli luottamuksellisen yritystiedon luvattomasta hyväksikäytöstä tuomittaisiin sakkoon, jollei teko johtuisi anteeksiannettavasta huomaamattomuudesta, ajattelemattomuudesta tai tietämättömyydestä.[64] Ehdotus luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytöstä oli sopusoinnussa Euroopan neuvoston ja Euroopan talousyhteisön vastaavien sääntelyhankkeiden kanssa[65] ja loi siten osaltaan edellytyksiä Suomen arvopaperimarkkinoiden kansainvälistymiselle ja Suomen viranomaisten yhteistyölle muiden maiden viranomaisten kanssa kansainvälisten arvopaperimarkkinoiden valvonnassa.

---

[63] HE 157/88, s. 3–4 ja 47.
[64] HE 157/88, s. 6 ja 55–56.
[65] Ks. luvut II 1.2 ja 1.3.

Sisäpiirisääntelyyn ehdotettiin vuonna 1992 Euroopan talousalueesta tehdyn sopimuksen (ETA-sopimus) liitesäännöstön mukaisia sekä eräitä kansallisiin muutostarpeisiin liittyviä muutoksia. Sisäpiiridirektiivi velvoitti ETA-valtiot kieltämään niitä, jotka ovat saaneet arvopaperia tai sen liikkeeseenlaskijaa koskevaa arvopaperin hintakehitykseen vaikuttavaa tarkkaa tietoa asemansa tai työnsä taikka tehtävänsä taikka omistusosuutensa perusteella, käyttämästä tuota tietoa tietoisesti hyväkseen hankkimalla tai luovuttamalla arvopapereita taikka suosittelemasta sivulliselle niiden hankkimista tai luovuttamista. Sitä, joka on saanut tiedon tällaiselta henkilöltä, on vastaavasti kiellettävä hankkimasta tai luovuttamasta arvopapereita.

Luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoa koskevassa säännöksessä olevaa sisäpiirintiedon käsitettä laajennettiin siten, että sisäpiirintiedon käsitteen katsotaan sisältävän liikkeeseenlaskijaa koskevan tiedon ohella itse arvopaperiin liittyvän tiedon. Näin sisäpiirintietoa voi olla tieto arvopaperiin kohdistuvasta kysynnästä tai tarjonnasta taikka yleisemmin arvopaperien markkinoihin vaikuttava tieto. Lainkohdan otsikko muutettiin samalla sisäpiirintiedon väärinkäytön kielloksi.[66] Lisäksi laissa oleva lyhyen kaupankäynnin kielto ulotettiin koskemaan muun julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoiden luottamus- ja toimihenkilöitä. Yhtenä niistä muutoksista, joilla ei ollut välitöntä liittymää ETA-sopimuksen liitesäännöstöön vaan kansallisiin tarpeisiin, ehdotettiin täsmennettäviksi säännöksiä sisäpiirin kaupankäyntiä ja valvontaa koskevien säännösten ulottamisesta johdannaismarkkinoille.[67]

Vuoden 1992 muutosten aikaan oikeusministeriön rikoslakiprojektissa valmisteltiin jo arvopaperimarkkinarikoksia koskevien säännösten uudistamista.[68] Hallitus antoikin pari vuotta myöhemmin esityksen arvopaperimarkkinarikoksia koskevasta rikoslain 51 luvusta,[69] mutta esitys raukesi eduskunnassa vaalien johdosta.

Hieman ennen seuraavan vaalikauden loppua hallitus antoi uudelleen esityksen, jossa ehdotettiin, että arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset uudistettaisiin ja että moitittavimpia tekoja koskevat säännökset siirrettäisiin rikoslakiin. Samalla vakavimpien väärinkäytösten rangaistusseuraamuksia ankaroitettaisiin.[70] Uudet säännökset sijoitettiin rikoslakiin arvopa-

---

[66] HE 318/1992, s. 34; KM 1991:48, s. 376–377.

[67] HE 318/1992, s. 1 ja 5.

[68] HE 318/1992, s. 10.

[69] HE 293/1994; Rautio: Arvopaperimarkkinarikokset.

[70] Ks. LaVM 28/1998 vp Lakivaliokunta piti törkeiden tekomuotojen eriyttämistä ja rangaistusasteikkojen ankaroittamista arvopaperimarkkinarikosten vakavuuden ja paheksuttavuuden sekä oikeuskäytännön ohjaamisen vuoksi kannatettavina.

Ks. myös TaVL 30/1998, jossa valiokunta piti oikeaan osuneena ehdotusta, että moitittavimpia arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset siirretään rikoslakiin.

perimarkkinarikoksia koskevaan 51 lukuun. Arvopaperimarkkinalain sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rangaistussäännös ulotettiin koskemaan ketä tahansa sisäpiirintietoa tahallisesti väärinkäyttänyttä. Sisäpiirintiedon käsite määriteltiin rikoslaissa, mutta sisäpiirintiedon rajaus vastasi asiallisesti arvopaperimarkkinalaissa käytettyä rajausta. Sisäpiirintiedon väärinkäytön lisäksi säädettiin törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, josta olisi mahdollista tuomita enintään neljän vuoden vankeusrangaistus. Tuottamuksellinen sisäpiirintiedon väärinkäyttö säilyi rangaistavana, mutta rangaistavuuden edellytykseksi tuli törkeä huolimattomuus[71]. Esityksen mukaan RL 51 luvun rikoksiin voitiin myös soveltaa, mitä oikeushenkilön rangaistusvastuusta säädetään. Uutta oli myös se, että sisäpiirintiedon väärinkäytön tahallinen yrityskin olisi rangaistava.[72]

Arvopaperimarkkinoiden muututtua aikaisempaa merkittävämmäksi julkisen kaupankäynnin kanavaksi jouduttiin rikosoikeudellisten keinojen käyttöä markkinoiden toimintatapojen ohjaamiseen punnitsemaan uudella tavalla ja ottamaan entistä enemmän esiin tarve suojata markkinoilla toimivien piensijoittajien edut. Arvopaperimarkkinoilla esiintyy myös menettelytapoja, joihin perinteiset rangaistussäännökset eivät sovellu. Rikoslakia uudistettaessa taloudellista rikollisuutta pidettiin yhtenä yhteiskunnan kannalta huolestuttavimpana ilmiönä, minkä takia vakavimpia rikoksia koskevat säännökset katsottiin tarpeelliseksi siirtää rikoslakiin näiden rikosten yhteiskunnallisen merkittävyyden ja paheksuttavuuden korostamiseksi. Yksi vakavimmista väärinkäytöksistä liittyi juuri sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Väärinkäytösten paheksuttavuuden korostamisella ajateltiin todennäköisesti voitavan lisätä luottamusta arvopaperimarkkinoidemme puolueettomuuteen myös maamme rajojen ulkopuolella.[73]

1.2 EUROOPAN NEUVOSTON SISÄPIIRIKAUPPAA KOSKEVA YLEISSOPIMUS

Euroopan neuvosto avasi allekirjoituksia varten sisäpiirikauppaa koskevan yleissopimuksen huhtikuussa 1989. Sopimus oli ensimmäinen sisäpiirin kaupankäyntiä koskeva monenkeskinen sopimus maailmassa. Euroopassa se valmisti tietä EY:n sisäpiiridirektiiville, joka koordinoi sisäpiirikaupan sääntelyä unionin jäsenmaissa. Yleissopimukseen saavat liittyä myös Euroopan neuvostoon kuulumattomat valtiot sekä kansainväliset hallitusten väliset järjestöt.[74]

---

[71] Ks. Rautio: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 9. Suomen Kaupunginviskaaliyhdistys r.y:n mielestä olisi ollut perusteltua edelleen säilyttää myös kvalifioimaton tuottamuksellinen menettely rangaistavana.

[72] HE 254/1998 vp, s. 1 ja 14.

[73] HE 254/1998 vp, s. 5; Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1490–1491.

[74] Hondius: The Council of Europe's Convention of 1989, s. 23–24.

Euroopan neuvoston yleissopimus ja Euroopan unionin sisäpiiridirektiivi hyväksyttiin molemmat samana vuonna 1989. Kuitenkin yleissopimusta koskevat neuvottelut, joissa myös EY:n delegaatio oli mukana, päättyivät suunnilleen vuotta aiemmin kuin EY:n sisäpiiridirektiiviä koskevat neuvottelut. Asiantuntijakomitea valmisteli yleissopimuksen tekstin ja sen rinnalla työhön osallistui tarkkailijoina Suomen, Yhdysvaltojen, Kanadan ja EY:n komission edustajia. Näin varmistettiin yleissopimuksen ja direktiivin välinen yhtenäinen linja suhtautumisessa sisäpiiririkollisuuteen. Yleissopimus on kansainvälinen yhteistyöinstrumentti ja sisäpiiridirektiivi harmonisoinnin väline.[75]

Yleissopimuksen tekstin hyväksymisen jälkeen EY:n komissio esitti vaatimuksen, että sen jäsenten välisissä suhteissa tulee kuitenkin soveltaa tulevaa sisäpiiridirektiiviä yleissopimuksen määräysten sijasta. Ministerineuvosto suostui komission pyyntöön sillä ehdolla, että kyseinen määräys sijoitettiin sopimuksesta erilliseen pöytäkirjaan, joka avattiin allekirjoituksia varten syyskuussa 1989.[76]

Keskeisenä lähtökohtana Euroopan neuvoston sisäpiirikauppoja koskevassa yleissopimuksessa on se, että sisäpiirikaupankäynti heikentää sijoittajien yhdenvertaisuutta ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta. Lisäksi se vaikuttaa vaarantavasti jäsenvaltioiden talouteen ja markkinoiden asianmukaiseen toimintaan. Koska sisäpiirikauppaa kansainvälistyvillä arvopaperimarkkinoilla voidaan helposti harjoittaa sen valtion ulkopuolelta, missä markkinapaikka sijaitsee, pidettiin erityisen tärkeänä kehittää valtioiden välistä yhteistyötä sisäpiirikauppojen estämiseksi ja jo tapahtuneiden loukkausten selvittämiseksi.[77] Säännösten yhdenmukaistamisella voidaan osaltaan välttää myös jonkun valtion muodostuminen sisäpiirikaupankäynnin paratiisiksi.

Vaikka yleissopimuksessa on määritelty muun muassa ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläiset, on sen sisältö kuitenkin painottunut suurelta osin tietojenvaihtoa koskevaan lukuun johtuen juuri sen yhteistyöinstrumenttiluonteesta. Vastavuoroinen tiedonvaihtojärjestelmä jäsenvaltioiden välille olikin tarkoitus luoda sopimusta laadittaessa, koska tehokas tietojen vaihto mahdollistaisi paremmin arvopaperimarkkinoiden valvonnan ja voisi myös helpottaa yksittäistapauksissa rajanvetoa kielletyn ja sallitun toiminnan välillä.[78] Käytännön yhteistyö tietojen vaihdossa vaatii tarkoitukseen soveltuvaa kansallista lainsäädäntöä sekä nimettyjä viranomaisia, joiden tehtävänä on hoitaa virka-apu asioita, vaikka sopimus ei edellytäkään erityisten valvontaelinten perustamista jäsenmaihin. Ilman tällaisia edellytyksiä tietojen kerääminen, tutkiminen ja luovuttaminen eivät voi onnistua yleissopimuksessa määritellyllä tavalla.[79]

---

[75] Explanatory Report 1989 s. 5; Hondius: The Council of Europe's Convention of 1989, s. 31.
[76] Hondius: The Council of Europe's Convention of 1989, s. 32.
[77] Yleissopimus sisäpiirikaupoista, johdanto.
[78] Ks. SOU 1989:72 s. 156.
[79] Lowry: The International Approach to Insider Trading, s. 461.

Sopimuksen on ratifioinut kaikkiaan kahdeksan maata, joista Suomi on yksi[80].

1.3 EUROOPAN YHTEISÖJEN SISÄPIIRIDIREKTIIVI

Ensimmäinen maininta sisäpiirisääntelystä Eurooppa-oikeuden tasolla on Euroopan talousyhteisön piirissä vuonna 1970 laaditussa Eurooppa-yhtiötä (Societas Europea) koskevassa sääntöluonnoksessa. Ehdotuksella pyrittiin saamaan aikaan jäsenvaltioiden omasta oikeudesta irrallista, ylikansallista yhtiömuotoa koskeva lainsäädännöllinen kokonaisuus.[81] Sääntöluonnos sisälsi muun muassa sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden rekisteröimisen sekä sen, että kyseisten henkilöiden tuli luovuttaa oman yhtiön osakkeilla tekemistään lyhytaikaisista kaupoista saamansa voitot yhtiölle. Lyhytaikaisiksi kaupoiksi katsottiin kaikki ne kaupat, joissa yhtiön osakkeen oston ja myynnin välinen aika oli alle kuusi kuukautta. Kyseessä oli kategorinen kielto, joka koski suppeata joukkoa henkilöitä ja vain määrättyjen ylikansallisten yhtiöiden arvopapereilla käytyä kauppaa.[82] Suomessa lyhyen kaupan kiellosta luovuttiin vuonna 1996[83].

EY:n komissio antoi vuonna 1977 jäsenvaltioille virallisen suosituksen menettelytapaohjeeksi, joka koski vaihdantakelpoisten arvopaperien kauppoja.[84] Mainittu ohje sisälsi periaatteita hintasensitiivisten tietojen väärinkäytöstä sekä nopean ja täsmällisen tiedottamisen tärkeydestä.[85] Sisäpiiridirektiiviä varten perustettiin työryhmä 1976, ja sen toiminta johti vuonna 1987 annettuun direktiiviehdotukseen. Euroopan yhteisöjen neuvosto antoi sisäpiiridirektiivin marraskuussa 1989 (89/592/ETY).

---

[80] Ks. http://conventions.coe.int.

[81] Oikeusministeriön muistio Y 11/1994 s. 2.

[82] Proposition de réglement (CEE) du Conseil portant statut de la société anonyme européenne, OJ No. C 124/10.10.1970, 82 artikla; Hopt: The European Insider Dealing Directive, s. 131.

[83] Ilmoitusvelvollisia aiemmin koskeneet AML 5:2:ssä ja 4:10:ssä säädetyt kaupankäyntirajoitukset (alle 6 kk) kumottiin lailla 581/1996 (ks. HE 7/1996).
Vrt. Ruotsin (Lag 2000:1087 om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument) laki, jonka 15 § kieltää lyhyen, alle kolmen kuukauden, kaupankäynnin. Norjassa (Lov om verdipapirhandel no. 79, 19.6.1997) lain 2a–2 §:n mukaan lyhyt kauppa on alle 12 kuukautta. Tanskassa (Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr. 587 af 09/07/2002) lain 12(5)§:n nojalla annetun määräyksen (FT: BEK 1002, 6§) mukaan aika on kuusi kuukautta. Saksassa lyhyttä kauppaa rajoittaa tuloverolain (Einkommenssteuergesetz) 23(1) §, jonka mukaan oston ja myynnin välisen ajan ollessa alle kuusi kuukautta määrätään kaupalle spekulaatiovero.

[84] European Code of Conduct (77/534/EEC); Ks. Rider-Ashe: The Insider Dealing Directive, s. 25. Suositukseen päädyttiin, koska haluttiin korostaa eettistä lähestymistapaa lainsäädännön sijasta.

[85] Hopt: The European Insider Dealing Directive, s. 132; SOU 1989:72 s. 154.

> Direktiivin perustana oli Euroopan talousyhteisön perustamissopimus ja erityisesti sen 100a artikla, jonka 1 kohdan mukaan neuvosto toteuttaa sellaiset toimenpiteet jäsenvaltioiden lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten lähentämiseksi, jotka koskevat sisämarkkinoiden toteuttamista ja toimintaa.

Direktiivin johdannossa asetetaan jäsenvaltioiden lainsäädännön harmonisoimisen toteuttamiseksi tavoitteita, joilla pyritään markkinoiden häiriöttömän toiminnan takaamiseen, jotta nämä markkinat voisivat toteuttaa tehtäväänsä tehokkaasti. Markkinoiden häiriötön toiminta edellyttää sijoittajien luottamusta. Se taas riippuu siitä, miten hyvin markkinat voivat turvata sijoittajien yhdenvertaisen kohtelun ja suojata heitä sisäpiirintiedon väärinkäytöltä. Sovittamalla jäsenvaltioiden lainsäädäntöä yhteen on toimivaltaisten viranomaisten mahdollista harjoittaa yhteistoimintaa ja siten tehokkaammin ehkäistä kansalliset rajat ylittäviä sisäpiirikauppoja. Tavoitteet ovat vastaavan kaltaiset kuin Euroopan neuvoston sisäpiirikauppaa koskevassa yleissopimuksessa.

Sisäpiiridirektiivin määritelmistä tehtiin jonkin verran yksityiskohtaisempia kuin edellä mainitussa yleissopimuksessa, koska direktiivin tarkoituksena oli lakien harmonisoiminen jäsenvaltioissa. Direktiivissä käydään läpi kaikki keskeiset asiat kuten sisäpiirintiedon, arvopaperin, markkinapaikan, tekijäpiirin käsitteet ja kiellon sisältö sekä soveltamisala. Direktiivi edellytti myös nimettäväksi toimivaltaiset viranomaiset, joille oli annettava riittävät valtuudet asioiden hoitamiseen ja yhteistyön tekemiseen muiden jäsenvaltioiden vastaavien viranomaisten kanssa. Jäsenmaiden toimivaltaisten viranomaisten välille direktiivi perusti yhteistoimintavelvollisuuden. Sen mukaan viranomaisten on luovutettava toisilleen kaikki tehtävien suorittamiseksi tarpeelliset tiedot. Tietojen luovuttamisesta voi kieltäytyä, jos tietojen antaminen vaarantaisi kyseessä olevan valtion täysivaltaisuuden, turvallisuuden tai yleisen järjestyksen, jos oikeudenkäynti on ehditty panna vireille taikka, jos kyseistä asiaa koskeva lainvoimainen päätös on jo annettu.[86] Kyseessä on niin sanottu minimidirektiivi (6 artikla), joka antaa jäsenvaltioille mahdollisuuden säätää sitä ankarampia tai sitä täydentäviä säännöksiä, jos näitä säännöksiä sovelletaan yleisesti.[87]

---

[86] Baltic: The next step in Insider Trading regulation 1991–1992 s. 195.

[87] Ks. tarkemmin sisäpiiridirektiivistä muun muassa Clarotti: A View from Brussels; Dine: European Foundations; Hopt: The European Insider Dealing Directive; Clausen: Børsret, Insider handel; Pingel: The EC Directive of 1989; Rider-Ashe: The Insider Dealing Directive ja Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States.

2 Sääntelyn teoria

2.1 SÄÄNTELYN TARVE

Vaikka sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto on nykyisin omaksuttu kaikissa keskeisissä länsimaisissa oikeusjärjestyksissä, on sen perusteista aikanaan käyty runsaasti oikeustaloustieteellistä keskustelua, jota tässä luvussa selostetaan. Sääntelyn tarpeellisuutta on pohdittu erityisesti angloamerikkalaisessa oikeus- ja taloustieteessä 1960-luvulta lähtien. Siihen liittyvää keskustelua on käyty lähinnä kahdella tasolla: a) Onko taloudellisesti tehokasta toimintaa antaa sisäpiiriläisten käydä vapaasti kauppaa? b) Onko oikeudenmukaista, että jotkut markkinoilla toimijat ovat paremmin informoituja kuin toiset?[88]

2.1.1 Tehokkuusargumentti

Sisäpiirikaupan sääntelyn vastustajat ovat perustelleet kantaansa sillä, että sisäpiirin kaupankäynnin salliminen auttaa osakkeiden kurssien asettumista oikealle tasolle ja kaikki tiedot välittyvät siten markkinoille sisäpiirikauppojen kautta nopeasti ja tehokkaasti. Markkinoiden tehokkuuden parantuminen perustuisi siihen, että sisäpiirikauppojen mukana myös ei-julkinen informaatio heijastuisi nopeasti osakkeiden hintoihin ja markkinat hinnoittelisivat osakkeet mahdollisimman lähelle niiden teoreettisesti oikeaa arvoa[89]. Markkinoiden tehokkuuden parantuminen johtaisi koko kansantalouden vaurastumiseen, koska markkinamekanismi, joka ohjaa varallisuutta ylijäämäsektorilta pääoman tarvitsijoille, toimisi tehokkaammin. Tehokkuudella tarkoitetaan tässä mielessä allokatiivista tehokkuutta eli sitä, että varat ohjautuvat sinne, mistä saa parhaimman tuoton. Sääntelyn vastustajien mielestä sisäpiirikauppojen salliminen tarjoaa tietojen julkistamista paremman keinon ohjata tietoa markkinoille. Vapailla markkinoilla sisäpiirikaupankäynnin riski kuuluu systeemiin ja on yleisesti tiedossa, jolloin muut markkinaosapuolet voivat varautua siihen vaikuttamalla yleiseen hintatasoon. Tavoitteena on, että arvopaperien hinnat heijastelisivat kaikkea saatavissa olevaa tietoa.[90]

---

[88] Leland: Insider Trading etc., s. 859; Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 320.

[89] Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 187. Taloustieteellisessä tarkastelussa arvopaperimarkkinoiden tehokkuus on määritelty niiden kykynä suodattaa informaatiota.

[90] Ks. muun muassa Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 18–19; Leland: Insider Trading etc., s. 860; Mevea: Financial Conglomerats and the Chinese Wall, s. 52–53; Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 77–79; Rudanko: arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 325; Löfmarck: Insiderbrott och svindleri, s. 29 ss.

Sisäpiiriläisten käydessä kauppaa ennen tietojen julkistamista kohteen hinta sopeutuu nopeammin kuin, jos tieto vain julkistetaan. Kaikkien kannalta olisi siksi oikeudenmukaisempaa, jos sisäpiirikaupankäynti olisi sallittua, koska juuri ennen tiedon julkistamista arvopaperin hinta voi olla huomattavasti eri kuin julkistamisen jälkeen. Sisäpiirikaupat tasoittavat tätä eroa. Epävarmaa on kuitenkin se, kuinka paljon sisäpiirikauppoja tarvittaisiin, jotta hinta todella sopeutuisi merkittävästi ennen tiedon julkistamista.[91] Lisäksi markkinoiden pitäisi tunnistaa sisäpiiriläisten toiminnan perusteella kurssiin vaikuttavan seikan olemassaolo ja muiden sijoittajien tulisi sen jälkeen toimia sisäpiiriläisten tavalla, jotta sisäpiirikaupoilla olisi todellisuudessa kursseja korjaava vaikutus. Käytännössä ei kuitenkaan liene mahdollista erottaa sisäpiirikaupankäyntiä muusta kaupankäynnistä.[92]

Sääntelyn vastustajien mielestä sisäpiirikaupankäynnin kielto estää tiedon tulon markkinoille, ei sisäpiirikaupankäynti. Kaupankäynnin kielto estää sisäpiiriläisiä käymästä kauppaa ja näin julkaisemasta hallussaan olevaa tietoa kaupankäynnillään. Tämä tekee tiedosta arvokasta. Tiukka kielto ei kannusta tiedon hankintaan, koska saatua tietoa ei ehkä voikaan käyttää hyväkseen. Sen sijaan se vaarantaa yhtiön johdon ja ulkopuolisten välisen järkevän dialogin. Tämä koskee varsinkin analyytikkoja ja välittäjiä, jotka pyrkivät löytämään hyviä sijoituskohteita ja käyttämään hyväkseen niin sanottuja arbitraasimahdollisuuksia[93]. Myös henkilöt, jotka eivät ole varmoja siitä, ovatko he sisäpiiriläisiä vai eivät, jättävät kaupat tekemättä epävarmuuden johdosta.[94]

Markkinoilla toimivilla "pelureilla" on tärkeä rooli arvopapereiden hintojen vakauttamisessa ja kaupankäynnin kielto karkottaa pelureita pois markkinoilta. Pelurit tuovat likviditeettiä kaupankäyntiin, ja tällöin hinta määrittyy tehokkaammin kysynnän ja tarjonnan mukaan, mikä lisää luottamusta markkinoiden hintamekanismiin. Ei tosin ole tutkimuksin todettu, että sisäpiirikaupankäynti olisi lisännyt sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin, mutta toisaalta ei

---

Sisäpiirikaupankäynnin sallimisen ehkäpä tunnetuin puolestapuhuja on ollut yhdysvaltalainen professori Henry G. Manne teoksellaan Insider Trading and the Stock Market vuodelta 1966.

[91] Hannigan: Insider Dealing, s. 10–11; Mcvea: Financial Conglomerats and the Chinese Wall, s. 54–56.

[92] SOU 1989:72, s. 173.

Vrt. Meulbroek: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, s. 1691–1695. Meulbroekin Yhdysvalloissa tekemässä tutkimuksessa tarkasteltiin muun muassa sitä, miten sisäpiirintieto heijastuu arvopaperin hintaan. Tutkimus tuli siihen johtopäätökseen, että vaikka sisäpiirikauppojen kokonaisvolyymi on pieni suhteutettuna kaikkiin kauppoihin, nostaa se kuitenkin kauppavolyymia niinä päivinä, jolloin sisäpiiri on markkinoilla. Tutkimustulokset antavat ymmärtää, että juuri kauppavolyymi viestittäisi markkinoille sisäpiirikaupoista.

[93] Ks. HE 53/1988, s. 4. Arbitraasi on määritelty toiminnaksi, jossa käytetään hyväksi markkinoiden sisäisiä ja eri markkinoiden välisiä hintaeroja. Toiminta on määritelmän mukaan riskitöntä, mutta se edellyttää suuria panoksia ja alhaisia sijoituskustannuksia.

[94] Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 2.

myöskään ole todettu, että yhtiöt, joiden arvopapereilla on käyty sisäpiirikauppaa, olisivat siitä kärsineet[95]. Yhtiöt sinänsä eivät noudata sisäpiirisäännöksiä siksi, että ne olisivat niille eduksi, vaan siksi, että niitä on säädetty.[96]

Sisäpiirikaupan sallimisesta on todettu, ettei se vahingoita ketään. Tämän johdosta kaikkia seikkoja, jotka auttavat arvopaperin oikean kurssitason saavuttamista, olisikin tuettava, sen sijaan että sisäpiirikaupat kiellettäisiin. Sisäpiirikauppojen on katsottu olevan edullinen ja yksinkertainen tapa kurssitason oikaisemiseen ja luottamuksen lisäämiseen kurssien oikeellisuuteen, koska oikaisu tapahtuu markkinoilla toimivien sijoittajien taholta. Arvioinnin kannalta relevanttia on vain se ajankohta, jolloin osakkeenomistaja tekee päätöstä osakkeen myynnistä. Tähän arviointiin ei yleisesti ottaen vaikuta markkinoilla mahdollisesti olemassa oleva sisäpiirintieto ja sen käyttö.[97]

Sisäpiirikauppaa on pidetty myös johdon palkitsemisen välineenä, jonka avulla lisätään johtoportaan kiinnostusta toimia yhtiön parhaaksi. Tällä tavalla johto voisi kompensoida yhtiön maksamaa puutteellista palkkaa. Lisäksi se toimisi yllykkeenä innovaatioihin lupaamalla valtavia voittoja sellaisten tuotteiden tai suunnitelmien kehittämisestä, jotka johtavat äkkijyrkkiin osakkeen arvon nousuihin. Sisäpiirikauppaa on pidetty jopa ainoana tehokkaana ja riittävänä keinona palkita työntekoa ja yrittäjyyttä suurissa yhtiöissä.[98] Taustalla on myös ollut ajatus siitä, että sisäpiirintieto kuuluu yhtiölle ja että sillä on sen vuoksi oikeus päättää tiedon käyttötarkoituksesta.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon valvontaa on niin ikään pidetty vaikeana eikä kieltoa uskota käytännössä voitavan tehokkaasti toteuttaa. Käsiteltäväksi tulee ainoastaan yksittäisiä ilmitulleita tapauksia, joten syyttäminen on hyvin sattumanvaraista ja siksi epäoikeudenmukaista. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon valvomisen onkin sanottu olevan yksinkertaisesti kustannustehotonta. Se rahamäärä, joka saadaan rikokseen syyllistyneiltä takaisin, ei oikeuta kaikkea sitä rahan ja henkilöresurssien käyttämistä, joka sisäpiiririkosten tutkimiseen ja syyttämiseen menee.[99]

---

[95] Vrt. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 168, jonka mukaan kaikki pörssiyhtiöt joutuvat ainakin jossain määrin kollektiivisesti maksamaan hinnan sisäpiirikaupoista.

[96] Hannigan: Insider Dealing, s. 11–13; Mcvea: Financial Conglomerats and the Chinese Wall, s. 47–48.

[97] Manne: Insider Trading and the Stock Market, s. 131 ss; Manne: Insider Trading and Property Rights etc., s. 317–319.

[98] Manne: Insider Trading and Property Rights etc., s. 319–321. Mannen mukaan sisäpiirintiedon käytön salliminen kannustaa innovatiivisuuteen, mikä lisää voittomahdollisuuksia ja palkkiona innovatiivisuudesta on mahdollisuus sisäpiirintiedon avulla hyötyä omasta kekseliäisyydestä. Ks. myös Manne: Insider Trading and the Stock Market, s. 131 ss; Löfmarck: Insiderbrott och svindleri, s. 3.

Ks. Pope-Morris-Peel: Insider Trading etc.: Markkinoiden tehokkuuden parantaminen ja johtohenkilöiden motivoiminen sisäpiirikaupan sallimisella on kuitenkin Pope, Morris ja Peelin mukaan lähinnä teoreettista pohdiskelua, eivätkä he itse usko niiden toimivuuteen käytännössä.

[99] Milgrom-Roberts: Economics, Organisation and Management, s. 468; Manne: Insider Trading and Property Rights etc., s. 321–322; Manne: Insider Trading and the Stock Market.

Kustannustehokkuutta arvioitaessa ei ratkaisevaa ole pelkästään se rahamäärä, mikä voidaan saada syyllisiltä takaisin. Erään tutkimuksen mukaan sisäpiirikaupan kiellon valvonta vähensi yhtiöiden pääoman hankintakustannuksia noin 6 % vuodessa. Sen sijaan pelkällä sisäpiirisääntelyn olemassaololla ei tätä vaikutusta ollut. Tutkimus koski 103 maata. Näistä maista 87:ssä oli sisäpiirikaupankäynti kielletty, mutta vain 38:ssa maassa oli sisäpiirikaupan kieltoa valvottu. Tutkimuksessa katsottiin valvonnan alkaneen siitä, kun sisäpiiririkkomuksesta ensimmäisen kerran nostettiin syyte.[100]

2.1.2 Oikeudenmukaisuusargumentti

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellolla pyritään arvopaperimarkkinoiden mahdollisimman suureen puolueettomuuteen eli sijoittajien tasavertaiseen mahdollisuuteen saada tietoa arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista.[101] Arvopaperimarkkinoiden puolueettomuus on puolestaan keskeinen edellytys markkinoita kohtaan tunnetun luottamuksen kannalta, sillä sijoittajat vaativat sijoituksilleen suuremman riskipreemion tai vähentävät sijoituksiensa määrää, jos he eivät saa riittävästi tietoa sijoituspäätöstensä tueksi tai jos heillä on syytä epäillä, että muilla sijoittajilla on paremmat tiedot arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista. Ilman luottamusta ei voi muodostua kunnolla toimivia arvopaperimarkkinoita.[102]

Aina on olemassa ihmisiä, jotka saavat arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa ennen muita. Yhtiösisäpiiriläisten eli liikkeeseenlaskijan hallituksen jäsenten ja toimitusjohtajan lisäksi tieto on usein olosuhteiden pakosta levinnyt erilaisten neuvonantajien, kuten investointipankkiirien, välittäjien, asianajajien ynnä muiden markkinoiden ammattilaisten tietoon. He ovat asemassa, jossa heillä on mahdollisuus reagoida saamaansa tietoon ja käyttää sitä heti hyväkseen. He hyötyisivät tiedoista yhtiösisäpiiriläisten ohessa. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto ei estä tiedon levittämistä kaikille tarvittaville tahoille, vaan se kieltää ainoastaan tiedon hyväksikäytön ennen kuin se on asianmukaisesti julkistettu ja siten saatettu kaikkien sijoittajien tietoon samanaikaisesti.[103]

---

[100] Bhattacharya-Daouk: The World Price of Insider Trading, s. 75–108.

[101] Ks. European Code of Conduct (77/534/EEC), supplementary principles kohta 15. "No investor or group of investors should be given more favourable treatment as regards information than other investors or the public. All investors should have free access to information."

[102] HE 157/88 vp, s. 45; Hannigan: Insider Dealing, s. 9; Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 223.

Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 9, joiden mukaan sijoittajien luottamus, joka perustuu markkinoiden läpinäkyvyyteen, rehellisyyteen ja tasapuolisuuteen, johtaa suurempaan likviditeettiin ja markkinoiden tehokkuuteen.

[103] Ks. Langevoort: Cross-Border Insider Trading, s. 257, jonka mukaan sisäpiirikauppa vaarantaa myös tiedon luottamuksellisuuden.

Ks. myös Löfmarck: Insiderbrott och svindleri, s. 29–37; Oker-Blom: Insiderreglering – en fråga om effektivitet eller rättvisa, s. 356–364.

Sisäpiirikaupan tapahtuessa julkisessa kaupankäynnissä arvopaperipörssissä ei ostajan ja myyjän välille synny suoraa yhteyttä. Tästä syystä sisäpiirikaupan on sanottu olevan rikos vailla uhria.[104] Tosiasiassa uhreja ovat kaikki markkinoilla toimivat sijoittajat, markkinatakaajat, noteeratut yhtiöt ja myös yhteiskunta.[105] Sijoittajat ja markkinatakaajat eivät pidä kaupankäynnistä sisäpiiriläisiä vastaan, koska heidän näkökulmastaan katsottuna sisäpiiriläisten voitot ovat suoraan pois heiltä[106]. Sisäpiirikaupankäynti vähentää markkinoiden likviditeettiä ja tekee osakkeiden hinnat ailahteleviksi ja siten vahingoittaa erityisesti markkinatakaajia sekä muita sellaisia sijoittajia, joiden kaupankäynti perustuu riittävään likviditeettiin. Se, että sijoittajat tappioiden pelossa jäävät pois markkinoilta, nostaa pääoman hintaa.[107]

> Yhdysvalloissa ammattimaiset optioiden asettajat asettavat optioita vain vastatakseen nimenomaiseen kysyntään. Kun tämä kysyntä tulee henkilöiltä, joilla on sisäpiirintietoa, optioiden asettajat kärsivät tappioita, joita ei muutoin olisi. Yhdysvalloissa myös useat sisäpiiritapaukset ovat alkaneet nimenomaan optioiden asettajien vihaisista puhelinsoitoista viranomaiselle.[108]

Yksittäisen yhtiön osalta taas sen maine saattaa kärsiä, jos sen osakkeella käydään sisäpiirikauppaa siitä huolimatta, että yhtiö itsessään ei ole tehnyt mitään väärää, vaan ainoastaan sen osake on joutunut sisäpiirintietoa omaavan henkilön kaupankäynnin kohteeksi. Yhteiskunta on lähinnä välillinen kärsijä, koska luottamuksen menetys arvopaperimarkkinoihin johtaa siihen, etteivät yritykset pysty hankkimaan edullisesti rahoitusta investointeihinsa.[109]

Jos sisäpiirintiedon käyttö olisi sallittua, sisäpiiriläiset voisivat lykätä oleellisen tiedon julkistamista pystyäkseen paremmin keräämään taloudelliset hedelmät yhtiön osakkeenomistajien kustannuksella. He voisivat toimia kaikessa hiljaisuudessa kauppojen sen kummemmin vaikuttamatta arvopaperin hintaan. Tiedon julkistamisen jälkeen arvopaperit olisi sitten mahdollista myydä hyvällä voitolla. Sisäpiiriläisten kaupankäynti olisi tällöin tapahtunut väärällä hintatasolla heijastamatta oikeaa arvopaperin arvoa. Tällaisen toiminnan seurauksena voisi olla likviditeetin lasku markkinoilla ja kyseisen arvopaperin hinnanlasku sijoittajien menettäessä luottamustaan arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Si-

---

[104] Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 78–79.
[105] Schmidt: Insider Regulation and Economic Theory s. 28; Ks. Hagland: Compliance Procedures, s. 230, jonka mukaan uhreja ovat (sisäpiirintiedosta) tietämättömät sijoittajat.
[106] Ks. Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 26. Kun kerran sisäpiiriläiset jatkuvasti saavat normaaleja suurempia tuottoja, täytyy silloin ei-sisäpiiriläisten saada normaalia pienempiä tuottoja, koska arvopaperikauppa on nollasummapeliä.
[107] Leland: Insider Trading etc., s. 860; Moberg-Samuelsson: Börsrätt, s. 103–105.
[108] Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 3.
[109] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 168; Bergmans: Inside Information & Securities Trading, s. 119; luku II 2.2.2.

säpiirikaupankäynnin salliminen voisi myös kannustaa johtajia investoimaan riskipitoisiin tai ajattelemattomiin uhkayrityksiin, joilla ei ole liiketaloudellisia perusteita, vaan ainoana tarkoituksena olisi saada lyhytaikaista voittoa itselle.[110]

Sääntelyn puolesta puhuu sekin, että sisäpiirikaupalla saadun korvauksen suuruus on satunnainen työpanokseen nähden. Sisäpiiririski ei kuitenkaan ole samalla tavalla satunnainen kuin esimerkiksi uhkapelin riskit ovat. Sisäpiirin etuasema on säännönmukainen ja satunnaisia riskejä vaikeammin miellettävissä systeemiin kuuluvaksi. Sisäpiirikauppoja pidetäänkin epäeettisinä. On moraalisesti häpeällistä ja tuomittavaa käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen. Kyse on oikeudenmukaisten markkinasääntöjen syrjäyttämisestä, jos sisäpiiriläiset saavat mahdollisuuden systemaattisesti hyödyntää etuoikeutettua asemaansa.[111] Moraalisten seikkojen lisäksi sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa puolustaa lainsäätäjän yleinen velvollisuus heikomman osapuolen suojeluun. Etenkin piensijoittajien kannalta markkinaosapuolten välinen epätasa-arvo on huomattavan suuri, ellei sitä tasapainoteta lainsäätäjän toimenpitein.

2.1.3 Yhteenveto argumenteista

Sääntelyn vastustajien mielestä sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa ei voida tehokkaasti toteuttaa, joten siitä tulisi luopua. Maissa, joissa on kehittyneet arvopaperimarkkinat, ollaan kuitenkin pitkälti yksimielisiä siitä, että sisäpiirintiedon hyväksikäytön tulee olla rangaistavaa toimintaa. On parempi saada edes osa sisäpiirikaupankäynnistä pois, kuin sallia se kokonaan. Näyttääkin lähinnä siltä, että ekonomistit puolustavat sisäpiirikaupankäynnin sallimista vedoten markkinoiden tehokkuuteen ja lakimiehet puolustavat sen kieltämistä oikeudenmukaisuusargumentilla.[112]

---

[110] Bainbridge: Insider Trading, s. 787–790; Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 2.

Ks. Mcvea: Financial Conglomerats and the Chinese Wall, s. 52. Tämä on vaarana nykyään johdon optio-järjestelyjen kohdalla.

Ks. myös Langevoort: Cross-Border Insider Trading, s. 257. Sisäpiirikaupan salliminen voisi yllyttää johtoa saamaan aikaan kurssitason vaihtelua (volatiliteettia) osakkeen kurssiin, koska he voisivat hyötyä sekä kurssinousuista että -laskuista.

[111] Moberg-Samuelsson: Börsrätt, s. 101–103; Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 321 ja 325.

[112] Mcvea: Financial Conglomerats and the Chinese Wall, s. 44 ja 57.

Ks. Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 227. Isossa Britanniassa sisäpiirisääntelyyn liittyvää keskustelua on heikentänyt taloudellisten analyysien ja empiiristen tutkimuksien puute. Yhdeksi syyksi tutkimustiedon puutteeseen on todettu myös se, että harva tieteenharjoittaja on ollut kiinnostunut arvopaperimarkkinoista jopa niin, että tänä päivänä on vielä vähemmän alasta kiinnostuneita tutkijoita kuin silloin, kun Isossa Britanniassa ei ollut edes alaa koskevia lakeja olemassa. Nekin viimeaikaiset sosio-ekonomiset kirjoitukset, jotka liittyvät sisäpiirisääntelyyn, toistavat lähinnä sitä keskustelua, jota käytiin jo 1970-luvun alkupuolella akateemisen maailman ulkopuolella.

Ekonomistit eivät nykyisin tuo näkemyksiään kovin äänekkäästi esille, sillä oikeudenmukaisuutta korostava yleinen mielipide on niin voimakkaasti sisäpiirikaupan kieltämisen kannalla. On kuitenkin syytä todeta se seikka, että tehokkuus ja oikeudenmukaisuus eivät ole aina ristiriidassa keskenään. Esimerkiksi taloustieteen piirissä yhtenä perustavana ajatuksena on se, että ellei sopimus tai muu oikeustoimi perustu vapaaehtoisuuteen ja tiedolliseen tasavertaisuuteen, se ei voi olla kummankin osapuolen edun mukainen, joten sopimus ei tällöin myöskään lisää toiminnan tehokkuutta[113]. Monet edellä esitetyistä sisäpiirisääntelyn puolesta ja vastaan puhuvista argumenteista ovat osaltaan oikeassa, sillä sisäpiirikaupankäynti voi vahingoittaa tai auttaa markkinoita, riippuen lähinnä markkinoiden ominaispiirteistä[114].

> Tehokkuuden (taloustiede) ja oikeudenmukaisuuden (oikeustiede) välinen ristiriita eri muodoissaan on vanhastaan tunnistettu law and economics – tutkimuksen sisäisessä keskustelussa. Tämä ristiriita tulee ratkaista oikeudenmukaisuuden eduksi alistamalla tehokkuusargumentit osaksi sellaista kokonaisharkintaa, jossa oikeudenmukaisuusargumenteilla on ristiriitatilanteessa ratkaiseva asema. Tehokkuusargumenttien alisteisuus oikeudenmukaisuusargumenteille johtuu siitä, ettei tehokkuusargumenteille ole esitetty sellaista yleisesti hyväksyttävää moraalista perustelua, joka oikeuttaisi asettamaan tehokkuuden ratkaisevaksi argumentiksi.[115]

2.2 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTÖN SÄÄNTELYN TEORIAT

Sisäpiirisääntelyn tarpeellisuudesta käydyn keskustelun ohella toisena keskeisenä kysymyksenä on ollut sääntelyllä suojattavan oikeushyvän kohde. Sääntelyn taustalla olevat teoriat jakautuvat perinteisesti lähinnä kolmeen kategoriaan.

---

[113] Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 30.

[114] Ks. Leland: Insider Trading etc., s. 859–887, jonka mukaan; "when insider trading is permitted, (i) stock prices better reflect information and will be higher on average, (ii) expected real investment will rise, (iii) markets are less liquid, (iv) owners of investment projects and insiders will benefit, and (v) outside investors and liquidity traders will be hurt. Total welfare may increase or decrease depending on the economic environment."

[115] Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 88–89 ja 102; Ks. Oker-Blom: Insiderreglering – en fråga om effektivitet eller rättvisa, s. 343 ss.

Ks. Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 194–195. Rudanko pitää Timosen synteesiä tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusargumenttien välisestä suhteesta oikeudellisessa argumentoinnissa ja oikeustaloustieteen metodisesta merkityksestä oikeaan osuvana muun muassa sisäpiirikauppojen osalta.

Ks. myös Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 47, jonka mukaan oikeudenmukaisuusargumentin ensisijaisuus tehokkuuteen nähden ei kuitenkaan merkitse sitä, että tehokkuusargumentti olisi merkityksetön, koska se voi auttaa tarkentamaan oikeudenmukaisuusargumentin sisältöä ristiriitatilanteessa.

Ensimmäisen kategorian mukaan sisäpiirikauppa vahingoittaa sijoittajia ja sitä kautta heikentää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin. Toisen mukaan sisäpiirikauppa vahingoittaa kyseiset arvopaperit liikkeeseen laskenutta yhtiötä. Kolmannen kategorian mukaan sisäpiirikaupassa on kyse yhtiölle kuuluvan omaisuuden (informaation) anastamisesta ja se tulisi kieltää, vaikka mitään vahinkoa sijoittajille tai yhtiölle ei olisi aiheutunutkaan.[116]

2.2.1 Markkinoiden suojelu

Arvopaperimarkkinalain esitöissä on katsottu aiheelliseksi turvata markkinoiden terve kehitys ja toimintavapaus puuttumalla sääntelyllä ainoastaan niihin seikkoihin, jotka olennaisesti vaikuttavat sijoittajien arvopaperimarkkinoita kohtaan tuntemaan luottamukseen.[117] Sääntelyssä on otettava huomioon pörssitoiminnan peruslähtökohdat, joihin sisältyy muun muassa sijoitustoiminnan korkea riskipitoisuus ja arvopaperien suuret hinnanvaihtelut. Lailla on mahdollista luoda oikeudenmukaiset rajat sijoitustoiminnalle, mutta sillä ei voida taata kaikille sijoitusten riskittömyyttä ja parasta mahdollista tuottoa. Arvopaperimarkkinoita voidaan luonnehtia uhkapeliksi, jossa pelaajia ei ole, ellei sääntöjä koeta oikeudenmukaisiksi.[118]

Sisäpiirisäännösten tehtävänä on suojella luottamusta markkinoita ja kaupankäyntijärjestelmää kohtaan. Markkinoiden suojelussa sisäpiirisääntely ei tähtää liikkeeseenlaskijan intressien suojeluun vaan niiden markkinoiden suojeluun, joissa liikkeeseenlaskettuja arvopapereita noteerataan. Sääntelyn tarkoitus on edesauttaa markkinoilla tapahtuvan kaupankäynnin sujuvuutta, joka riippuu sijoittajien luottamuksesta markkinoiden puolueettomaan toimintaan.[119] Sisäpiirintietoa käyttävät sijoittajat vääristävät markkinoita, ja siten yleinen luottamus markkinoihin vähenee[120]. Jos muut sijoittajat katsovat sisäpiirintiedon väärinkäyttäjien muuttavan kaupankäynnin enemmän uhkapeliksi ja riskien siten kasvavan, siirtävät he rahansa arvopaperimarkkinoilta muihin

---

[116] Bainbridge: Insider Trading, s. 784; Viandier: The Legal Theory of Insider Regulation in Europe., s. 57–64.

Vrt. Löfmarck: Insiderbrott och svindleri, s. 38, jonka mukaan sisäpiirisääntely suojaa yksittäistä osakkeenomistajaa, luottamuksellisen tiedon haltijaa, markkinoiden luotettavuutta sekä pyrkii estämään oikeudetonta hyötymistä.

[117] KM 1987:44, s. 261–262,

[118] Sillanpää: Arvopaperimarkkinoiden pelisäännöistä, s. 215–217; Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta II, s. 253.

[119] 89/592/ETY: Sisäpiiridirektiivi, johdanto.

[120] Vrt. Bainbridge: Insider Trading, s. 786. Kun ei ole uskottavaa tapausta sijoittajan sisäpiirikaupoista kärsimästä vahingosta, on vaikea nähdä miten sisäpiirikaupat vahingoittaisivat sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoihin.

vähäriskisimpiin sijoituskohteisiin. Sääntelyn tulisikin edistää sitä, että kaikilla markkinoilla toimivilla sijoittajilla olisi yhtäläiset toimintamahdollisuudet. Tähän pääseminen edellyttää sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon lisäksi yhtiöiden oikea-aikaista ja riittävää tiedottamista olennaisista seikoista. Markkinoiden suojeleminen ilmenee eri maiden sisäpiirisääntelyissä lähinnä siten, että säännöksissä puhutaan tiedon olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin *noteeratuun* arvoon.[121]

AML:n keskeisin tavoite on ollut varmistaa, että sijoittajat luottavat arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen ja tehokkuuteen. Arvopaperimarkkinoita koskevan rangaistussääntelyn tarkoituksena on ollut tehostaa arvopaperimarkkinoita ohjaavan lainsäädännön sisältämien keskeisten velvoitteiden ja tärkeimpien rajoitusten noudattamista. Sen tavoitteet ovat siis viime kädessä samoja kuin arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön yleensäkin. Tärkeänä tavoitteena on ollut aikaansaada ja ylläpitää sijoittavan yleisön ja pääomantarvitsijoiden luottamusta markkinoita kohtaan ja siten edistää tämän rahoituskanavan toimintaa.[122]

Yleisen luottamuksen ylläpitäminen markkinoiden toimintaan on ollut keskeisin tavoite sisäpiirikauppojen kieltämiselle myös EU:ssa.[123] Yhdentyneet ja tehokkaat rahoitusmarkkinat edellyttävät että markkinat ovat luotettavat. Arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ja yleinen luottamus markkinoihin ovat taloudellisen kasvun ja vaurauden ennakkoehtoja. Markkinoiden väärinkäyttö vahingoittaa rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja yleistä luottamusta arvopapereihin ja johdannaisiin.[124]

Sisäpiirisääntelyssä sijoittajien suojaan liittyvät näkökohdat koskevat markkinoiden kykyä osoittaa kulloinkin niin sanottu oikea hinta mahdollisimman

---

[121] Viandier: The Legal Theory of Insider Regulation in Europe., s. 59–61.

[122] HE 254/1998 vp, s. 4; Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 1–3.

Ks. myös Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1487. Arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen eli siihen, että markkinoilla kaikki ovat samassa asemassa niin toimintaoikeuksien kuin toimintamahdollisuuksienkin suhteen (yhdenvertaisuusperiaate).

[123] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 324; Ks. Clausen: Børsret, Insider handel, s. 20.

Ks. myös Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 237, jonka mukaan ne, jotka esittivät sisäpiirisääntelyn tarpeellisuutta fokusoimalla sisäpiirisääntelyn oikeutuksen valtion vastuuseen suojella ja pitää huolta luottamuksesta markkinoiden rehellisyyteen, vapauttivat itsensä tarpeesta etsiä, saatikka kuunnella mitään empiirisiä tai muutakaan asiaan liittyvää tutkimusaineistoa. Jos hyväksytään se seikka, että suurin osa tavallisista ihmisistä pitää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä epäoikeudenmukaisena, niin silloin käytännön politiikan mukaan ei sillä ole varsinaisesti merkitystä voiko epäoikeudenmukaisuutta rationalisoida lainopillisin termein. Silloin myöskään sillä ei ole väliä, kärsiikö kukaan todellisuudessa tästä toiminnasta. Huolen oikeutukseen riittää se, että mediaa kiinnostaa sisäpiiriläisten saama epäoikeudenmukainen etu asemastaan, mikä aiheuttaa sijoittajien huolestumisen. Tämän johdosta valtiolla, yleisen hyvän valvojalla, on oikeus tai jopa velvollisuus puuttua ja ryhtyä toimiin sisäpiirin väärinkäytösten hillitsemiseksi.

[124] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 2).

laajan tietoaineiston perusteella. Sisäpiirikauppojen yhteydessä nämä markkinoilla vallitsevat hinnat eivät vastaa "oikeaa" hintaa, mistä voi aiheutua sijoittajille vahinkoa. Sikäli kuin sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa perustellaan sijoittajansuojanäkökohdilla, pitäisi myös pystyä mahdollisten vahinkojen osalta osoittamaan niiden johtuvan nimenomaisesti sisäpiirikaupoista. Tämä ei useinkaan ole helppoa tai yksiselitteistä, koska sisäpiirikauppojen osalta voi olla vaikea selvittää muun muassa, missä määrin kurssimuutokset johtuvat sisäpiirin toiminnasta ja missä määrin muiden päätökset johtuvat kurssimuutoksista.[125]

Sisäpiirisäännökset osana arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä edistävät luottamusta markkinoihin suojaamalla sijoittajia kollektiivisesti. Käytännössä tämä kollektiivinen suoja ilmenee siten, että väärinkäytös voi tulla rangaistavaksi, vaikka suoranaisia vahingonkärsijöitä ei olisi edes osoitettavissa, vaan teko on ainoastaan yleisellä tasolla vaarantanut sijoittajien luottamuksen markkinoiden puolueetonta toimintaa kohtaan.[126] Sijoittajien luottamuksen suojaamisen perusteet voidaan viime kädessä johtaa perusoikeuksiin kuuluvasta omaisuudensuojasta.

2.2.2 Liikkeeseenlaskijan suojelu

Sisäpiirisääntelyn oikeutus perustuu liikkeeseenlaskijan suojeluun, koska liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvoon sisäpiirintieto vaikuttaa. Liikkeeseenlaskijat kärsivät sisäpiirikaupoista esimerkiksi suurempina valvontakuluina ja rahoituksen hankintakuluina[127]. Vaikka sisäpiirikaupat eivät aina vahingoittaisikaan liikkeeseenlaskijaa, on suojelun taustalla ajatus siitä, että sisäpiirikaupat voivat olla syynä tiedon julkistamisen viivästymiseen yhtiön sisällä, haitata yhtiön suunnitelmia, saada johdon manipuloimaan osakekurssia sekä vaikuttaa yhtiön maineeseen[128].

Tämän tyyppisiä perusteluita on esiintynyt varsinkin amerikkalaisessa kirjallisuudessa sekä oikeuskäytännössä. Niissä puhutaan luottamussuhteeseen perustuvasta velvoitteesta (fiduciary duty) työnantajaa kohtaan[129]. Liikkeeseenlaskijaa suojataan siltä varalta, että sisäpiiriläinen, joka on luottamussuhteen perusteella saanut liikkeeseenlaskijalta sisäpiirintietoa, käyttäisi sitä itsensä hyväksi. Jos henkilö käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen, rikkoo hän kyseisen

---

[125] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 329–331.

[126] Ks. HE 184/2001 vp, s. 44. Lain säännöksillä suojataan julkisen kaupankäynnin eheyttä ja loukkaamattomuutta.

[127] Bergmans: Inside Information & Securities Trading, s. 119.

[128] Bainbridge: Insider Trading, s. 786–787; Niemeyer: Where to Go after the Lamfalussy Report, s. 23–24.

[129] Ks. luku II 2.3.

luottamussuhteen yhtiötä kohtaan ja siten syyllistyy sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Tämän näkökannan pohjalta voitaisiin perustella, että mahdolliset voitot tilitettäisiin takaisin yritykselle. Käytännössä ei missään liene sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa kuitenkaan rajattu vain niihin henkilöihin, joilla on luottamussuhde yhtiötä kohtaan, vaan kielto koskee yleensä kaikkia käyttämästä sisäpiirintietoa hyväkseen. Luottamussuhteeseen perustuva kiellon rajaus onkin vain teoreettinen ajatelma ja käytännössä todellinen rajaus tapahtuu ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläisten välillä. Jälkimmäiset vain pääsevät helpommin sääntelyä pakoon.[130]

2.2.3 Informaation suojelu

Lähtökohtana informaation suojelun ajatuksessa on informaation varallisuusoikeudellinen olemus.[131] Informaatiota varallisuutena koskeva näkökulma liittää sisäpiirikeskustelun muun muassa sopimusoikeuden oikeustaloustieteelliseen argumentointiin, joka koskee tiedontuotannon tehokkuutta. Sen mukaan varallisuusoikeudet tulee allokoida tiedontuotantoa kannustavasti eli tiedon tuottaja on periaatteessa se, joka on oikeutettu saamaan siitä hyödyn, jos tiedon hankintatapa ei ole satunnainen tai laiton.[132]

Immateriaalioikeutena informaatiota voidaan väärinkäyttää mutta myös suojella. Suojan kohde hämärtyy kuitenkin tilanteissa, joissa informaatio ei ole kyseessä olevasta yrityksestä lähtöisin, vaan jostain sen ulkopuolelta, mutta tieto on siitä huolimatta luottamuksellista. Tiedon taloudellinen arvo ja laillinen merkitys muodostuu sen luottamuksellisuudesta. Sisäpiirisääntely lähtee siitä, että luottamuksellista tietoa ei saa käyttää hyväksi niin kauan kuin se on luottamuksellista. Vasta kun tieto on julkistettu, on se kaikkien vapaasti käytettävissä. Informaatio arvopaperimarkkinoilla on tarkoitettu yhteiseen käyttöön. Sisäpiiriläisyys ei siten muodostu tehtävän, aseman tai ammatin perusteella eikä myöskään minkään luottamussuhteen mukaan, vaan lähinnä siitä, millaista tietoa henkilöllä on hallussaan.[133]

---

[130] Viandier: The Legal Theory of Insider Regulation in Europe., s. 58–59.
Ks. Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 150, joka katsoo yhtiön luottamushenkilöillä olevan myös lojaliteetivelvollisuuden yhtiötä kohtaan pidättäytyä ajamasta omia taloudellisia intressejä käymällä kauppaa yhtiön arvopapereilla.

[131] Bergmans: Inside Information & Securities Trading, s. 136.
Vrt. Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 239, joka ihmettelee sitä, ettei Englannissa eikä Euroopassa muuallakaan ole juurikaan keskusteltu sen tuomitsemisesta, että ilman lupaa käyttää toiselle kuuluvaa hintasensitiivistä tietoa hyväkseen. Yhdysvalloissa on nimenomaisesti viime aikoina katsottu, että toisen tiedon anastaminen (misappropriation) ja käyttäminen omaksi hyödyksi on sisäpiirisääntelyn ensisijainen oikeutus.

[132] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 338.

[133] Ks. Viandier: The Legal Theory of Insider Regulation in Europe, s. 61–62.

Tiedon varallisuusoikeudellinen olemus ei kuitenkaan voi olla yksinomaan sisäpiirisääntelyn tavoitteena. Jos se hyväksyttäisiin sääntelyn lähtökohdaksi, se antaisi tosiasiassa tiedon tuottajalle oikeuden käyttää sisäpiirintietoa hyväksi omissa arvopaperikaupoissaan sekä toisaalta oikeuden kieltää muita henkilöitä hyödyntämästä kyseistä tietoa. Liikkeeseenlaskijoiden osalta tämä tarkoittaisi myös sitä, että sisäpiirintieto pitäisi katsoa kuuluvaksi nimenomaan yhtiölle eikä yksittäisille sisäpiiriläisille[134]. Liikkeeseenlaskijan yksinoikeutta tietoon heikentää joka tapauksessa liikkeeseenlaskijoille asetettu velvollisuus julkistaa viipymättä kaikki arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot.

Yhdysvaltain korkein oikeus on päätöksessään O'Hagan[135] identifioinut kaksi erillistä argumenttia sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon perusteeksi. Ensiksi oikeus painotti sisäpiirikaupan kiellon ilmentävän hyvin Securities Exchange Act of 1934 tarkoitusta varmistaa rehelliset arvopaperimarkkinat ja siten edistää sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaan. Ratkaisun mukaan sijoittajien epäedullinen asema tiedon suhteen, sisäpiirintiedon väärinkäyttäjään verrattuna, ei ole peräisin onnesta vaan tarkoituksella aikaansaatu. Tätä epäedullista asemaa ei myöskään voida muuttaa tutkimuksilla tai taidolla. Toiseksi oikeus katsoi informaation olevan omaisuutta. Tämä ajatus löytyy oikeuden mukaan sisäpiirikaupan kiellon taustalta. Oikeuden mukaan yhtiön luottamuksellinen tieto täyttää omaisuuden tunnukset, jonka käyttöön yhtiöllä on yksinomainen oikeus.

2.2.4 Tiedon merkitys arvopaperimarkkinoille

Arvopaperimarkkinoita koskeva informaatio ja sen saatavuus ovat eräitä keskeisimpiä edellytyksiä puolueettomien ja tehokkaiden markkinoiden toiminnan kannalta.[136] Markkinoiden puolueettomuudella tarkoitetaan sitä, että kaikilla sijoittajilla on oltava avoin pääsy markkinoille ja että heillä on oltava tasavertaiset mahdollisuudet arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevien tietojen hyväksikäyttöön.[137] Puolueettomuus edellyttää myös sitä, ettei mikään yksittäinen taho pysty ohjaamaan arvopaperin hintakehitystä. Markkinoiden tehokkuus edellyttää arvopapereihin, liikkeeseenlaskijoihin, yleistaloudellisiin seikkoihin ja markkinoiden vaihdantaprosessiin liittyvien tietojen välitöntä heijastumista markkinoilla olevien arvopaperien hintoihin. Yksi keskeinen keino saavuttaa markkinoiden puolueettomuus ja tehokkuus on ollut säätää mahdollisimman kattava tiedonantovelvollisuus sekä ensi- että jälkimarkkinoille. Arvo-

[134] Bainbridge: Insider Trading, s. 791–795.
[135] United States v O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).
[136] Ks. Ekholm: Essays on Stock Market Reactions to New Information, s. 4, jonka mukaan on kiistattomasti totta, että informaatiolla on korostunut rooli arvopaperimarkkinoiden toiminnassa.
[137] Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1488.

paperimarkkinoiden julkisuutta onkin pyritty toteuttamaan muun muassa asettamalla tiedonantovelvollisuus arvopapereita markkinoiville, liikkeeseenlaskijoille, arvopaperipörssille sekä arvopaperinvälittäjille.[138]

Markkinoilla on oltava saatavilla riittävästi luotettavaa ja ajanmukaista tietoa niin arvopapereista kuin liikkeeseenlaskijoistakin, jotta sijoittajilla olisi mahdollisuus tehdä järkiperäisiä sijoituspäätöksiä. Sijoittajien luottamusta markkinoihin voidaan ylläpitää ainoastaan siten, että arvopaperin hinta vastaa sen "oikeaa" markkina-arvoa.[139] Liikkeeseenlaskijoille asetetun tiedonantovelvollisuuden myötä sijoittajilla on mahdollisuus omilla ratkaisuillaan vaikuttaa arvopaperin hintakehitykseen.[140] Sijoittajien keskinäinen tasavertaisuus on puolestaan turvattava saattamalla markkinoita koskeva informaatio *samanaikaisesti* kaikkien markkinaosapuolten saataville, jolloin heillä on samanlaiset mahdollisuudet tehdä perusteltuja ja harkittuja sijoituspäätöksiä.

Käytännössä erilaisilla sijoittajaryhmillä on erilaiset mahdollisuudet hankkia tietoa arvopapereista ja liikkeeseenlaskijoista. Markkinoiden ammattilaiset ovat tämän asian suhteen parhaassa asemassa, koska heillä on yleensä tarvittavat resurssit tietojen jatkuvaan keräämiseen ja analysointiin. Sisäpiirin systemaattista etuasemaa on pidetty epäoikeudenmukaisena pelisääntöjen rikkomisena[141]. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellolla ja tiedonantovelvollisuutta koskevilla säännöksillä tavoitellaankin mahdollisimman selkeää ja informatiivista sekä riittävän laajaa tiedottamista, jotta kaikki sijoittajat olisivat mahdollisimman tasavertaisessa asemassa tiedon saannin suhteen.[142]

Todellisuudessa eri markkinaosapuolten käytössä oleva tieto on aina rajallista ja erilaista. Lisäksi henkilöiden kokemus ja osaaminen sekä kyky käsitellä tietoa vaihtelevat. Tilannetta voidaan kutsua informaatioasymmetriaksi. Markkinainformaatiolle on luonteenomaista, että tieto siirtyy tietyltä sisäpiiriltä ulkopuolisille ja viimeisenä tiedon saavat tavalliset piensijoittajat.[143] Yhdysvalloissa onkin käytetty moraaliperusteisia argumentteja sisäpiirikauppoja koske-

---

[138] HE 157/1988 vp, s. 3–4; Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 20; Häyrynen: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 20.

[139] Rissanen: Lait arvopaperimarkkinoille, s. 639.

[140] KM 1987:44, s. 31.

[141] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 326.

[142] VM 21/98

Vrt. Samuelsson: Information och ansvar, s. 81, 93–94 ja 318–321, jossa hän kritisoi perinteistä sijoittajien tasavertaisuuteen perustuvaa sääntelymallia siitä syystä, että tavallisilla sijoittajilla ei kuitenkaan käytännössä ole samoja taloudellisia ja tiedollisia edellytyksiä hankkia ja muokata markkinatietoa kuin ammattilaisilla, joten sääntelyn lähtökohdaksi tulisi ottaa markkinoiden tehokkuus.

[143] Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 75–79.

Ks. myös Niemeyer: Where to Go after the Lamfalussy Report, s. 22–23. Arvopaperimarkkinoilla on aina mahdollisuus siihen, että vastapuolella on paremmat tiedot kuin itsellä. Periaatteessa tiedon asymmetria voi pahimmillaan johtaa siihen, että markkinat romahtavat, kun kaikki pidättyvät kaupankäynnistä. Tiedon asymmetriaa vähentävät säännöt ja määräykset saattavat jopa lisätä hyvinvointia, koska hyvin toimivat markkinat voidaan nähdä yleisenä hyvänä.

vissa tuomioistuinratkaisuissa, vaikka niiden suhdetta oikeudellisiin standardeihin on pidetty ongelmallisena. Moraaliaspektit ovat kuitenkin mukana myös puhtaasti oikeudellisissa näkökulmissa sisäpiirintiedon hyväksikäyttöön, kuten muihinkin asymmetrisen informaation ongelmiin.[144]

Koska markkinaosapuolten tietämys on luonnostaan epätäydellistä, ei voida olettaa, että markkinat ylipäätään toimisivat täydellisesti. Päämääränä tulisi kuitenkin olla se, että tällaisen paremman tiedon oikeudetonta hyväksikäyttöä voitaisiin rajoittaa. Periaatteessa on siten kyse kahdesta keskenään ristiriitaisesta arvotavoitteesta ja niiden punninnasta. Taloudellisen toiminnan vapaus ja tehokkuus puoltaisivat kaiken käytettävissä olevan informaation ja sen hyödyntämisen sallimista, kun taas oikeudenmukaisuus sekä markkinoiden luotettavuus edellyttävät yhteiskunnalta tällaisen petoksellisen käyttäytymisen rajoittamista ja sanktiointia. Kyse on siis pohjimmiltaan tarpeesta puuttua markkinoiden toimintaan sääntelemällä joko informaation laatua ja määrää tai rajoittamalla mahdollisuuksia asymmetrisen informaation hyväksikäyttöön.[145]

2.3 SISÄPIIRIKAUPAN TEORIAT USA:SSA

2.3.1 Vastuun perustavat teoriat

Amerikkalainen sisäpiirintiedon väärinkäyttö teoria alkoi kehittyä lähinnä 1960-luvulla, kun the Securities and Exchange Commission (SEC) ja liittovaltion tuomioistuimet määräsivät ensimmäisen kerran yhtiön sisäpiiriläisille velvollisuuden julkistaa sisäpiirintieto tai pidättäytyä kaupankäynnistä sen perusteella.[146] Kiellon perusteena on SEC:n rule 10b-5[147]. Vaikka rule 10b-5 ei

---

[144] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 327. (Ks. s. 217 ss. asymmetrisestä informaatiosta).

[145] Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 74–76 ja 187–189.
Ks. Boatright: Ethics in Finance, s. 34–36. Lainsäädännön tarkoituksena on suojata sijoittajaa parempaa tietoa omaavien epäreilulta hyötymiseltä. Vaikein tehtävä sääntelylle onkin juuri rajan vetäminen oikeudenmukaisen ja epäoikeudenmukaisen hyötymisen välille tilanteessa, jossa toimijoilla on epätasavertainen pääsy tietoihin. Markkinoiden tehokkuuden kannalta informaation tulisi kuitenkin olla mahdollisimman helposti ja matalin kustannuksin saatavissa. Sekä markkinoiden tehokkuus että tasapuolisuus myötävaikuttavat informaatioasymmetrioiden vähentämiseen.

[146] Ks. Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 2, jossa he viittaavat USA:n korkeimman oikeuden ensimmäisen kerran käsitelleen sisäpiiriasioita vuonna 1909 (Strong v. Repide, 213 U.S. 419) eli paljon ennen kuin liittovaltion arvopaperilait laadittiin. Kyseessä oli tapaus, jossa yhtiön johtaja tiesi, että yhtiön osakkeen arvo tulee nousemaan. Korkein oikeus katsoi hänen syyllistyneen petokseen ostaessaan yhtiön osakkeita ulkopuoliselta henkilöltä julkistamatta ensin tietojaan. Tuomiota ei kuitenkaan pidetä yleispätevänä edes Yhdysvalloissa.
Ks. myös Bhattacharya – Daouk, s. 77 (alaviite 4), joiden mukaan ensimmäinen sisäpiirisyyte nostettiin osavaltion lain nojalla jo vuonna 1903 (Oliver v Oliver, 45 S.E. 232 Georgia, 1903).

[147] The Securities and Exchange Commission (SEC) on antanut hallinnollisen säännöksen 17 CFR § 240.10b-5 Securities Exchange Act of 1934-säädöksen (section 10b) nojalla. SEC:n Rule

suoranaisesti kielläkään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, säännös on siinä määrin joustava, että sen kieltämää vilpillistä menettelyä arvopaperikaupoissa on voitu soveltaa sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksiin. Osavaltioiden omat yhtiöitä koskevat lait eivät ole myöskään nimenomaisesti kieltäneet sisäpiirintiedon väärinkäyttöä, ja liittovaltion antamat Securities Act of 1933 (SA) ja Securities Exchange Act of 1934 (SEA) käsittävät lähinnä yleisiä petossäännöksiä[148]. Näin ollen SEC:n rule 10b-5 tarjosi SEC:lle ja tuomioistuimille keinon puuttua asiaan.

Perinteinen tai klassinen teoria sisäpiirintiedon väärinkäytön perustavasta vastuusta on kaikkein soveltuvin silloin, kun yhtiösisäpiiriläinen ostaa oman yhtiönsä osakkeita olennaisen ja julkistamattoman tiedon perusteella, jonka hän on saanut haltuunsa toimensa vuoksi. Näissä tapauksissa sisäpiiriin kuuluvalla ostajalla olisi teorian mukaan velvollisuus julkistaa sisäpiirintieto tai pidättyä kaupoista. Sisäpiirikaupankäynnistä on annettu varsin usein tuomioita myös tilanteissa, jotka ovat kaukana klassisista tapauksista. Tosin aiemminkin on ollut tapauksia, joissa selvästi olisi haluttu laajentaa vastuuta myös niihin henkilöihin, jotka eivät ole olleet tavanomaisia sisäpiiriläisiä.[149]

Julkista tai pidättäydy -teoria soveltui hyvin yhtiösisäpiiriläisiä vastaan nostetuissa tapauksissa, joissa oli osoitettavissa sisäpiirin henkilön ja liikkeeseenlaskijan välinen erityissuhde, jonka perusteella henkilöllä oli mahdollisuus saada luottamuksellista tietoa haltuunsa. Myöhemmin teoria kohtasi vaikeuksia, kun epäiltyinä oli vihjeen saajia, investointipankkiireja, journalisteja ynnä muita, joilla ei voitu katsoa olevan mitään erityistä luottamuksellista suhdetta, johon perustaa säännöksen edellyttämä petollinen menettely. Tämän seurauksena on kehittynyt ainakin kolme erilaista teoriaa, joita kutsutaan usein equal access, fiduciary duty ja misappropriation -teorioiksi.[150]

10b-5 mukaan "It shall be unlawful for any person, directly or indirectly..., (a) to employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) to make any untrue statement of a material fact or omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of a security."

[148] USA:n kongressi hyväksyi kyseiset lait vuoden 1929 pörssiromahduksen seurauksena. Syynä lakien laatimiseen oli uskomus siitä, että romahdus johtui osaltaan väärinkäytöksistä markkinoilla.

[149] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 30; Ratner: Securities Regulation, s. 146.

[150] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 40; Ks. Loss-Seligman: Fundamentals of Securities Regulation, s. 837–1044 yleisesti USA:n sisäpiirisääntelystä.

2.3.2 The equal access -teoria

Teorian perussisällön mukaan kaikilla kaupankävijöillä on velvollisuus markkinoita kohtaan joko julkistaa hallitsemansa sisäpiirintieto tai pidättyä kaupankäynnistä kunnes tieto on julkistettu. Säännön perusteet löytyvät SEC:n ratkaisusta Cady, Roberts & Co[151]. SEC:n kaksi keskeistä perustelua säännöksen soveltamiselle oli ensinnäkin luottamuksellisen suhteen olemassaolo, mikä mahdollisti joko suoraan tai epäsuoraan sellaisen tiedon saannin, joka oli tarkoitettu vain työkäyttöön eikä henkilökohtaiseen hyötymiseen. Toisena perusteluna oli epäoikeudenmukaisuus, joka johtui siitä, että henkilö käytti saamaansa tietoa hyväkseen tietäen, ettei kaupan toisella osapuolella ollut samaa tietoa hallussaan. Liittovaltion Second Circuit -tuomioistuin vahvisti tämän päättelyn tapauksessa Texas Gulf Sulphur,[152] jota on yleisesti pidetty tasa-arvoisen informaation standarditapauksena.[153]

Teorian etuna on ollut, että se korostaa yhtä yksinkertaista sääntöä, jonka mukaan kaiken sellaisen tiedollisen eriarvoisuuden hyväksikäyttö on kielletty, joka voi antaa epäoikeudenmukaista etua kaupankäynnissä. Toisaalta teorian yksinkertaisuus ja kattavuus on osoittautunut myös sen heikkoudeksi. Se johtaa helposti liian laajoihin ja yksilöimättömiin rajoituksiin, minkä vuoksi sillä saattaa olla huonoja vaikutuksia markkinoiden tiedontuotantoon ja toimintaan.[154]

> Väärinkäytön uhreiksi on alun perin katsottu vain ne ostajat tai myyjät, jotka ovat tulleet loukatuiksi.[155] Ratkaisussaan Elkind v Liggett & Meyers Inc[156] Second Circuit -tuomioistuin tulkitsi Rule 10b-5:n antavan vaateen kaikille niille, jotka ovat tehneet kauppoja samaan aikaan kuin sisäpiiriläinen. Tuomioistuin kuitenkin rajoitti korvauksen määrän sisäpiiriläisen saamaan hyötyyn.

Common law -oikeudessa tiedon julkistamattomuus voi johtaa toimenpiteisiin vain kahdessa tapauksessa, ensiksi silloin, kun on olemassa luottamussuhteeseen pohjautuva velvollisuus kaupankävijöiden välillä, tai toiseksi, kun julkistamaton tieto ei ole kaupan toisen osapuolen löydettävissä. Cady, Roberts ja Texas Gulf Sulphur -ratkaisuissa tuomioistuimet ovat markkinoiden rehellisyy-

---

[151] 40 SEC 907 (1961); Ks. mm. Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective s. 4–5; Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 40–41; Ratner: Securities Regulation s. 149.

[152] 401 F.2d (2d Cir. 1968), cert den. 394 U.S. 976 (1969).

[153] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 31.

[154] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 42; Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 342.

[155] Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores, 421 US 723 (1975).

[156] 635 F 2d (2d Cir 1980); Ks. Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 41.

den ja lahjomattomuuden tähden nojanneet päätöksensä jälkimmäiseen vaihtoehtoon edistääkseen disclose-or-abstain -vaatimusta, joka eliminoi tiedollisen epätasapainon osapuolten väliltä. Myöhemmissä korkeimman oikeuden sisäpiiripäätöksissä korkein oikeus on ollut haluton kieltämään kaiken tiedollisen epätasapainon osapuolten väliltä. Syyksi on epäilty sitä, että oikeus olisi halunnut rohkaista tiedonkeruu- ja analysointitoimintaa ja siksi valinnut edellisen vaihtoehdon, jossa julkistamattomuus voi johtaa toimenpiteisiin vain, jos on olemassa luottamussuhde osapuolten välillä kuten esimerkiksi tapauksessa Chiarella v United States.[157]

Teorian käännekohdaksi muodostuikin ratkaisu Chiarella v United States, jossa USA:n korkein oikeus kumosi Second Circuit -tuomioistuimen ratkaisun. Päätöksessä todettiin Chiarellan käyttäneen hyväkseen sisäpiirintietoa ostotarjouksesta, jonka hän oli saanut tietoonsa työskennellessään painotalossa. Oikeuden päätöksen mukaan kaupankäynti arvopaperin arvoon vaikuttavan olennaisen ja julkistamattoman tiedon perusteella ei itsessään ole riittävä aiheuttamaan vastuuta petosten vastaisten säännösten perusteella, ja koska henkilöllä ei ollut mitään luottamuksellista suhdetta kohdeyhtiön osakkeenomistajiin, hän ei pettänyt heitä. Hänen katsottiin loukanneen työnantajaansa sekä tämän asiakkaita ostotarjouksen tekijöitä, mutta hänen ei katsottu olleen sellaisessa vastuun perustavassa erityissuhteessa kohdeyhtiön osakkeenomistajiin, että hänellä olisi ollut velvollisuus julkistaa tietonsa heille, koska tieto oli saatu ostotarjouksen tekijöiltä eikä kohdeyhtiöltä.

> Korkein oikeus totesi päätöksessään, ettei sen tarvitse ottaa kantaa siihen, voitaisiinko hakijan tuomitsemista perustella jollain vaihtoehtoisella teorialla, jonka mukaan hän olisi rikkonut luottamuksellisen suhteensa ostotarjouksen tehneeseen yhtiöön, koska sellaista teoriaa ei esitetty valamiehistölle. Tuomiota ei voida vahvistaa sellaisen teorian perusteella, jota ei ole esitetty valamiehistölle.[158]

2.3.3 The fiduciary duty -teoria

Tapaus Chiarellassa USA:n korkein oikeus esitteli fiduciary duty -teorian, jonka mukaan Rule 10b-5 kieltää kaupankäynnin julkistamattoman tiedon perusteella silloin, kun sisäpiiriläisellä on luottamussuhteeseen perustuva tiedon julkistamisvelvollisuus muille kaupankävijöille.[159] Ratkaisussa pelkkä sisäpiirintiedon hallintaan perustuva lähestymistapa on korvattu fiduciary duty -teo-

---

[157] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 31–32; Ratner: Securities Regulation, s. 149–150.
[158] Chiarella v United States 445 US 222 (1980).
[159] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 42.

rialla, jonka mukaan sääntöä sovelletaan vain silloin, kun tiedonhallinta perustuu tiedon saannin mahdollistavaan luottamussuhteeseen. Kyseinen lähestymistapa mahdollistaa common law -perusteisen fraud-opin soveltamisen ja tarkemman tapauskohtaisen intressipohdinnan kuin equal access -teoria.[160]

Korvaamalla rehellisyyden luottamussuhteen rikkomisella sisäpiirikaupan vastuun perustana korkein oikeus lakkasi suojaamasta markkinaosapuolia epärehellisyydeltä ja siirtyi suojaamaan tiedon omistajia luvattomalta käytöltä.[161] Tällä siirtymällä rehellisyyden periaatteesta luottamussuhteen korostamiseen korkein oikeus tosiasiassa määritteli uudelleen omistusoikeuden olennaisen, julkistamattoman tiedon osalta. Aiemmin määrittely oli suosinut sijoittajia yleensä, kun nyt se suosi yhtiötä, joka tiedon oli tuottanut. Lisäksi oikeus antoi omistusoikeuden sille kaupan osapuolelle, johon tiedon haltijalla on luottamussuhde.[162]

Korkein oikeus ulotti sisäpiiriratkaisussaan Dirks v SEC[163] fiduciary duty -teorian koskemaan myös vihjeensaajia. Vihjeensaajan vastuu riippuu siitä, tiesikö hän, että vihjeenantaja oli ensin rikkonut omaa luottamussuhdettaan antamalla vihjeen. Vihjeen antaminen rikkoo luottamussuhdetta, jos antajan tarkoitus on itsekin hyötyä antamastaan vihjeestä. Dirks tapauksessa oikeus päätteli, että yhtiön entinen työntekijä, joka antoi vihjeen analyytikolle, ei hyötynyt antamastaan vihjeestä, koska vihjeen tarkoitus oli paljastaa petos, joten kyseessä ei silloin voi myöskään vihjeensaajan osalta olla lain rikkomus.

> Dirks-päätöksen alaviitteessä mainittiin eräs tärkeä seikka, joka sittemmin on tullut tunnetuksi "Dirksin alaviite 14:nä". Alaviitteessä tuomari Powell muotoili rakenteellisen sisäpiiriläisen käsitteen "constructive insiders", jolla hän tarkoitti ulkopuolisia lakimiehiä, konsultteja, investointipankkiireja sekä muita, jotka laillisesti saavat sisäpiirintietoa yhtiöltä.[164] Suomessa näistä käytetään lähinnä nimitystä hankekohtainen sisäpiiriläinen.

Vaikka fiduciary duty -teoria antaa tuomioistuimille joustavan mahdollisuuden kieltää joidenkin sisäpiiriläisten kaupankäynti tapauskohtaisesti, on sillä myös rajoituksensa. Se ei yllä sellaisiin markkinasisäpiiriläisiin kuin esimerkiksi painotalon työntekijään tapaus Chiarellassa. Fiduciary duty -teorian heikkoutena on pidetty myös sitä, ettei se tarjoa funktionaalisia argumentteja sisäpiirintietoa koskevien omistusoikeuksien määrittelemiselle. Oikeus voi vain yksinkertaisesti vakuuttua teorian vaatiman luottamussuhteen olemassaolosta päästäkseen haluttuun lopputulokseen.[165]

---

[160] Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 342–343.
[161] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 28.
[162] Macey-Miller: Good Finance, Bad Economics, s. 1065.
[163] 463 US 646 (1983).
[164] Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 6.
[165] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 43.

2.3.4 The misappropriation -teoria

Sisäpiirintiedon väärinkäytön saama kapea-alainen tulkinta USA:n korkeimmassa oikeudessa sai SEC:n, kongressin ja alemman liittovaltion tuomioistuimen reagoimaan asiaan. SEC kiirehti tukkimaan suurimman porsaanreiän, jonka korkein oikeus näytti avaavan eli sen, että Rule 10b-5 ei enää yllä tapauksiin, joissa kaupankäynnissä käytetään julkistamatonta tietoa ostotarjouksista. SEC julkisti ostotarjouksia koskevan Rule 14e-3:n,[166] joka määräsi jokaisen velvollisuudeksi julkaista tai pidättyä kaupankäynnistä saadessaan haltuunsa olennaista ja julkistamatonta tietoa ostotarjouksista riippumatta siitä, onko tieto saatu tarjouksen tekijältä vai tarjouksen kohteelta. Tosiasiassa SEC esitteli equal access -säännön uudelleen ostotarjousten osalta.[167]

USA:n kongressi ei onnistunut useista yrityksistä huolimatta saamaan aikaan lakisääteistä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa määritelmää osittain siksi, että pelättiin yksittäisen määritelmän jäävän liian vajavaiseksi kattamaan koko kenttää ja toisaalta sisäpiirikaupan määritteleminen oli edelleen tuomioistuinten käsissä. Kongressi sääti kuitenkin kaksi lakia, joista ensimmäinen oli Insider Trading Sanctions Act (ITSA) of 1984,[168] joka valtuutti SEC:n vaatimaan siviilioikeudellisia sanktioita sisäpiirikaupankävijöiltä jopa kolminkertaisesti saadun hyödyn tai vältetyn tappion määrän. Toinen kongressin säätämä laki oli Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFEA) of 1988,[169] joka sisälsi joukon uusia määräyksiä kuten palkkiosysteemin sisäpiirikaupankävijöiden löytämiseksi sekä kovia siviilioikeudellisia sanktioita kohdistuen johtavassa asemassa oleviin henkilöihin, jotka tietoisesti tai piittaamattomasti laiminlyövät sellaisten menettelytapojen voimaansaattamisen, jotka ehkäisisivät sisäpiirikauppaa.[170]

Liittovaltion Second Circuit -tuomioistuin vastasi Chiarella tapaukseen esittelemällä kolmannen teorian sisäpiirikaupoista, niin sanotun misappropriation-teorian. Teoria on erityisesti suunniteltu tavoittamaan markkinasisäpiiriläiset. Sen mukaan kaupankäynti julkistamattoman tiedon nojalla on vastoin Rule 10b-5:tä, jos tieto on hankittu varkaudella tai rikkomalla luottamuksellista suhdetta.

---

[166] 17 CFR § 240.14e-3.

[167] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 44.

[168] 15 USC § 78u(d)(2) (Supp V 1987).

[169] Pub L No 100–107, 102 Stat 4677 (1988).

[170] Loss-Seligman: Fundamentals of Securities Regulation, s. 985, joiden mukaan ITSFEA säädettiin, koska ITSA:n säätämisen jälkeen tapahtui useita vakavia sisäpiirintiedon väärinkäytöksiä. ITSFEA muutti ITSA:n säätämän SEA 21(d)(2):n nykyiseen muotoonsa eli uudeksi SEA 21A.

Ks. Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 44.

> Second Circuit käytti hyväkseen korkeimman oikeuden Chief Justice Burgerin Chiarella tapauksessa jättämää eriävää mielipidettä, jossa tämä totesi olevan käytännössä täysin riidatonta, että Chiarella väärinkäytti tai suoraan sanottuna varasti arvokasta, julkistamatonta informaatiota, jota oli hänen haltuunsa luottamuksellisesti annettu. Lisäksi Chief Justice Burger sanoi, että henkilöllä, joka väärinkäyttää julkistamatonta tietoa, on ehdoton velvollisuus julkistaa kyseinen tieto tai pidättyä kaupankäynnistä.[171]

Korkein oikeus hyväksyi teorian tuomitessaan erään journalistin Rule 10b-5:n nojalla. Tuomiossaan korkein oikeus katsoi yksimielisesti kyseisen kolumnistin syyllistyneen petokseen työnantajaansa kohtaan mutta jakautui äänestyspäätöksessään tasan tuomitessaan kolumnistin myös arvopaperilain mukaisesta petoksesta (sisäpiirintiedon väärinkäyttö). Äänestyspäätös osoitti, miten heiveröisellä pohjalla teoria toistaiseksi vielä lepäsi.[172]

> Tapauksessa oli kyse Wall Street Journalin kolumnistista, jonka vaikutusvaltaiset kirjoitukset usein vaikuttivat niiden yhtiöiden osakkeen arvoon, joista hän kirjoitti. Kolumnisti oli luovuttanut eräälle välittäjälle etukäteen tietoa tulevan taloudellisen kolumninsa ajoituksesta ja sisällöstä ja sitten jakanut ne voitot, jotka välittäjä sai etukäteistietojen perusteella tehdyistä kaupoista.[173]

Misappropriation-teorian omaksuminen sisäpiirikauppoihin liittovaltion Second, Seventh ja Ninth Circuits -tuomioistuimissa kieltämällä käyttämästä kaupankäynnissä sellaista tietoa, joka on anastettu sen oikealta omistajalta, on todiste sisäpiirintietoon liittyvästä omistusoikeusanalyysin lisääntyvästä hyväksymisestä.[174] Korkein oikeus edelleen vahvisti tätä kantaa, kun se katsoi eräässä päätöksessään yhtiön luottamuksellisen tiedon olevan omaisuutta, johon yhtiöllä on yksinoikeus[175].

Misappropriation-teorian katsotaan olevan sopusoinnussa reilun pelin ajatuksen kanssa sekä sen kanssa, että arvopaperimarkkinat halutaan pitää vapaana systemaattisesta puolueellisuudesta. Ei ole kuitenkaan mahdollista hylätä vaatimusta sekä informaation tasapuolisuudesta (parity-of-information) että sen yhtäläisestä saannista (equal access) ja antaa joidenkin markkinoilla toimivien käyttää rutiininomaisesti sisäpiirintietoa hyväkseen ilman, että sijoittajien luottamus markkinoihin vaarantuu.[176]

---

[171] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 36.
[172] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 38; Ks. Reichman: Insider Trading, s. 90–91. Jatkuvasti muuttuvat tulkinnat arvopaperilakien sisällöstä ja niiden soveltamisalasta rohkaisevat entisestään ottamaan oikeudellisia riskejä.
[173] Ks. U.S. v. Carpenter, 484 U.S. 19 (1987).
[174] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 29.
[175] United States v O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997).
[176] Beeson: Rounding the Peg to Fit the Hole, s. 1143.

Misappropriation-teoria on vaikeuksista huolimatta saanut jo lisääntyvää kannatusta USA:ssa. Päätöksessä United States v O'Hagan (1997) korkein oikeus vahvisti misappropriation-teorian mukaisen kannan. Korkeimman oikeuden mukaan vastuullisena SEA §10(b) ja Rule 10b-5:n rikkomisesta voidaan pitää sellaista henkilöä, joka omaksi hyödykseen käy kauppaa arvopapereilla hyödyntämällä luottamuksellista tietoa, jonka hän on saanut rikkomalla luottamukseen perustuvan suhteensa tiedon lähteeseen. O'Hagan-ratkaisussa oli kyse asianajajan ja asiakkaan välisestä luottamussuhteesta. Asianajaja sai tiedon ostotarjouksesta tarjouksen tekijältä ja hankki tiedon perusteella kohdeyhtiön osakkeita.

Tietyn tyyppiset liikesuhteet saavat itsessään aikaan misappropriation-teorian edellyttämän luottamussuhteen. Epäselvää on kuitenkin ollut, milloin jotkut ei-liikesuhteet, kuten perhesuhteet tai muut henkilökohtaiset suhteet, ovat teorian edellyttämiä luottamukseen perustuvia suhteita. Tämän johdosta SEC antoikin uuden säännöksen tiedottamisesta ja sisäpiirikaupoista. Sisäpiirikauppojen osalta SEC:n säännöt selventävät nimenomaan perhe- ja muita suhteita, koska oikeuskäytäntö ei ole ollut niitä koskevissa ratkaisuissaan johdonmukainen.

> Oikeuskäytännössä Rule 10b-5:tä on katsottu rikkoneen sellaisen perheenjäsenen, joka on saanut vihjeen ja sitten käynyt kauppaa kyseisen tiedon perusteella. Kiellettyyn tekoon syyllistyy myös perheenjäsen, joka on käynyt kauppaa rikottuaan nimenomaisen lupauksensa pitää tieto luottamuksellisena. Toisaalta taas perheenjäsen, joka on käynyt kauppaa siitä huolimatta, että hänen suhteensa on voitu kohtuudella odottaa luottamuksellisuutta, ei välttämättä riko Rule 10b-5:tä.[177]

Uuden Rule 10b5-2:n mukaan luottamukseen perustuva suhde on muun muassa henkilöllä, joka suostuu pitämään tiedon luottamuksellisena. Samoin, jos tiedon luovuttajalla ja vastaanottajalla on sellainen historia, tapa tai käytäntö jakaa luottamuksellista tietoa, jonka perusteella vastaanottaja tietää tai pitäisi tietää, että henkilö, joka tiedon kertoi, odottaa tiedon pysyvän luottamuksellisena. Kolmantena on vielä mainittu tapaus, jossa henkilö saa julkistamatonta, olennaista tietoa puolisoltaan, vanhemmaltaan, lapseltaan tai sisarukseltaan. Viimeisessä kohdassa on mahdollisuus esittää vastanäyttöä siitä, että mitään velvollisuutta ei syntynyt sen johdosta, että henkilö ei tiennyt eikä olisi pitänytkään tietää tiedon antajan odottaneen tiedon pysyvän luottamuksellisena.

Amerikkalainen sisäpiirikeskustelu on ollut keskustelua lähinnä petollisen menettelyn ja luottamuksellisen suhteen käsitteistä ja ulottuvuuksista sekä informaation omistusoikeudesta, joiden seikkojen korkein oikeus on ilmeisimmin

---

[177] SEC: Selective Disclosure and Insider Trading, uusi Rule 10b5-2. Ks. myös esityöt (proposed rule) samasta asiasta.

katsonut olevan Rule 10b-5:n ydinsisältöä.[178] Fiduciary duty ja misappropriation teorioiden mukaiset tulkinnat yhdessä kattavat lähes kaiken saman kuin equal access -teoria tai EY:n sisäpiiridirektiivi.[179]

[178] Ks. Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc. luku 5.64. Wall Streetin toiminta on lähes täysin ristiriidassa Rule 10b-5:n sanamuodon ja hengen kanssa. Jos analyytikolla tai meklarilla on tietoa, hän voi tehdä sillä rahaa. Meklari voi pitää tiedon täysin salassa, kunnes on saanut rakennettua itselleen position ja vasta sitten jakaa tietoa sellaisille henkilöille, joilta hän voi odottaa saavansa samanlaisen palveluksen takaisin joskus myöhemmin.

[179] Kraakman: The Legal Theory of Insider Trading Regulation in the USA, s. 44–47.
Vrt. Rudanko: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus, s. 340, joka katsoo EY:n sisäpiiridirektiivin, jossa hyväksikäytön kielto liittyy aseman, toimen tai tehtävän nojalla saadun tiedon hallintaan, painottuvan fiduciary duty ja rights to information -näkökulmaan.

3 Rikosoikeudelliset lähtökohdat

3.1 RIKOSOIKEUDEN ROOLI

Rikosoikeusjärjestelmän perustehtävä on tarjota suojaa toisten taholta uhkaavia loukkauksia vastaan. Rikosoikeudellinen järjestelmä hoitaa tätä tehtävää eikä asiaa ole jätetty esimerkiksi yksityisen sosiaalisen kontrollin varaan, koska oikein käytettynä rikosoikeudellinen järjestelmä on kaikille osapuolille tyydyttävämpi, humaanimpi ja turvallisempi ratkaisu. Rikosoikeus, joka on sidottu muodollisiin oikeusturvaperiaatteisiin, vakauttaa sosiaalisia suhteita, lieventää yksilöiden välisiä konflikteja ja hillitsee mahdollista omankäden oikeuden ja koston harjoittamista.[180]

Kriminaalipoliittinen suuntautuminen johtaa esittämään kysymyksiä rikosoikeuden käytön tehokkuudesta, justifikaatiosta sekä rikosoikeuden käytön rajoista.[181] Rikosoikeuden yleiseen oikeutukseen ja rikosoikeuden käytön hyväksyttävyyteen kohdistuu preventio-odotuksia. Sen odotetaan muun muassa toimivan tehokkaasti rikollisuuden aiheuttamien yhteiskunnallisten ongelmien torjumiseksi.[182] Peloteteoriaan liittyvät hypoteesit ankarien rangaistusten ja korkean kiinnijäämisriskin aiheuttamasta rikosten määrää vähentävästä vaikutuksesta. Näistä kiinnijäämistodennäköisyyden lisääminen on voimakkaammin rikollisuuden määrään vaikuttava tekijä kuin rangaistusten koventaminen.[183]

---

[180] Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 36–37; Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 261–262.

[181] Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 95; Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 493 ss; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 224.

[182] Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 83. Jos odotettavissa oleva preventiivinen teho ei ole merkittävä, ei kriminalisointiin ole syytä ryhtyä, ellei suojan tarve ole erityisen suuri.

Ks. Tapani: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa, s. 939. Erityisesti talousrikossääntelyn odotetaan toimivan tehokkaasti, koska talousrikokset aiheuttavat merkittäviä taloudellisia vahinkoja, heikentävät yritysten kilpailuedellytyksiä ja vahingoittavat yhteiskuntamoraalia.

Ks. myös Jareborg: Straffrättens gärningslära, s. 33.

Vrt. Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 40, joka toteaa, että rikoslain perustehtävä – perusoikeuksien suoja sekä turvallisuuden, autonomian ja hyvinvoinnin turvaaminen – on maksimaalisen tehokasta rikospreventiota laajempi. Mukaan tulevat muutkin kuin puhtaat tehokkuusarvot, kuten rikosten ehkäiseminen, rikosvahinkojen sekä rikollisuuskontrollin aiheuttamien kärsimysten ja kustannusten minimoiminen ja niiden oikeudenmukainen jakaminen eri osapuolten kesken.

[183] Määttä: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 121–123; Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 50 ja 62–65.

Ks. yleisesti Bhattacharya-Daouk: The World Price of Insider Trading, s. 75–108, kiinnijäämisriskin merkitys sisäpiiririkoksissa.

Silloin kun ei ole kyse mistään vakavista kriittisiin yksilön tai yhteiskunnan intresseihin kohdistuvista loukkauksista, jotka jo pelkästään perustuslaillisesta näkökulmasta katsottuna vaatisivat ehdottomasti rikosoikeudellisia rangaistuksia, jää lainsäätäjälle harkintavaltaa sen suhteen, minkä tasoista tai tyyppistä sääntelyä se voi harjoittaa suojatakseen laillisia intressejä. Rikosoikeudelliset rangaistukset on tarkoitettu olemaan ankarimmat seuraamukset, mitä yhteiskunta voi kehenkään kohdistaa (ultima ratio). Tästä johtuen lainsäätäjän tulee turvautua rikosoikeudellisiin keinoihin vain niissä tapauksissa, joissa ei muuten ole mahdollista turvata riittävää suojaa laillisille eduille. Periaatteessa rikosoikeudellisten rangaistusten käyttämisen edellytyksenä on, että ne ovat tekoihin nähden sopivia ja tarpeellisia, mutta sen lisäksi niiden tulisi olla viimesijaisia oikeuskeinoja.[184] Eri elämänalueiden käyttäytymismuotojen kriminalisointitarvetta pohdittaessa olisi myös pyrittävä hahmottamaan alueen tavoitteiden kannalta haitallisimmat ja paheksuttavimmat käyttäytymisilmiöt[185].

> Kriminalisointiperiaatteiksi nimitetään oikeushyvien suojelun periaatetta, tehokkuusperiaatetta ja ultima ratio –periaatetta. Näillä tarkoitetaan lyhyesti sanottuna sitä, että oikeusvaltion rikosoikeuden käytön tulisi perustua vain oikeushyvien suojeluun ja että rangaistuksin saavutettavien etujen on oltava niillä aiheutettuja haittoja suurempia. Kolmanneksi rikosoikeutta on yleensä lupa käyttää vain viimesijaisena keinona, ellei käytettävissä ole toista moraalisesti hyväksyttävämpää ja suunnilleen yhtä tehokasta järjestelmää.[186]

Suojeluobjektin käsitteellä on perinteisesti ollut keskeinen asema rikossäännösten rangaistavuuden alan määrittäjänä ja rikosoikeuden käyttöä rajoittavana periaatteena.[187] Keskustelun kohteena on viime aikoina ollut suojeluobjektien

---

[184] Ks. Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 954. Ultima ratio -periaate on rikosoikeudellisen järjestelmän käytön rajoitusperiaate, kriminaalipoliittinen maksiimi, joka on otettava huomioon, jos rikosoikeudellinen järjestelmä halutaan säilyttää humaanilla tasolla ihmisten perusoikeuksia ja -vapauksia kunnioittaen.

Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 68, jonka mukaan rikosoikeusjärjestelmään turvautumisessa on syytä olla mahdollisimman pidättyväinen, sillä sen käyttöön liittyy inhimillisiä ja eettisiä ongelmia ja se toimii aina jossain määrin epäoikeudenmukaisesti.

[185] Lahti: Rikosoikeuskomitean kriminalisointeja koskevat ehdotukset, s. 813.

[186] Lappi-Seppälä: Miksi rikosoikeus, s. 33 ss; Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 37; Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 502–503; Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 938 ss; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 38 ss.

Ks. myös Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 91, jonka mukaan kriminalisointiperiaatteilla on merkitystä myös tulkinta-argumentteina, koska ne voivat tarjota tulkinta-apua aivan tavanomaisissa rikosoikeudellisen huolimattomuuden tapauksissa.

[187] Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 51–53. Silloin kun päätetään onko teko rangaistuksen arvoinen, pääperiaatteena pitää olla se, että kriminalisoinnit koskevat nimenomaan suojelun arvoisia intressejä.

Ks. myös Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 503 ss; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 180.

abstrahoituminen ja niiden merkitys kriminalisointiperiaatteena eräissä moderneissa rikoksissa. Liian abstraktisti määritelty suojeluobjekti ei voi rajoittaa rikosoikeuden käyttöä yhtä tehokkaasti kuin selkeästi rajatun oikeushyvän alueilla, vaan se saattaa johtaa siihen, että suojeluobjekti tosiasiassa oikeuttaa laajentamaan rikosoikeuden käyttöä.[188] Joidenkin modernien kriminalisointien osalta voidaan joutua miettimään sitä, minkälaisia uusia merkityksiä suojeluobjektin käsitteelle muotoillaan ja minkälainen asema niillä on rikosoikeuden uusilla tehtäväalueilla.[189]

Talouselämän rikoksissa rikosoikeudelliset suojeluobjektit eivät palaudu selkeästi rajautuviin individuaalisiin oikeushyviin, vaan niiden voidaan nähdä laajentuneen yli-individuaaliseen suuntaan. Yhteisöllistä oikeushyvää turvaavat kriminalisoinnit voivat kuitenkin antaa välillisesti suojaa myös yksilöille, koska yhteisölliset suojelutavoitteet voidaan ymmärtää itsenäistyneiksi "välitavoitteiksi", jotka edelleen ovat olennaisilta osiltaan purettavissa yksilön oikeushyviksi.[190] Suojan tarvetta onkin syytä arvioida suhteessa niihin henkilöihin ja tilanteisiin, joiden lainsäätäjä on suojelua katsonut tarvitsevan. Suojeluobjekti voidaan tällöin nähdä eräänlaisena lain ration ilmentymänä, joka ohjaa kielletyn ja sallitun toiminnan välistä rajanvetoa tunnusmerkistön soveltamisalaa koskevissa kysymyksissä. Rikosoikeuden tehokkuuden eräänä keskeisenä vaatimuksena on suojeluobjektien ajanmukaisuus. Säännösten sanamuodon sisällä pysyvässä tulkinnassa tulee voida käyttää sisällöllisesti nykyaikaisia käsitteitä ja suojan kohteena tulee olla todelliset suojeluobjektit. Kyse on siitä, että oikeuksien ja käsitteiden muuttuessa rikosoikeuden ja sen tulkinnan on pysyttävä muutoksen mukana, vaikka rikoslakiteksti pysyy samana.[191]

Perusoikeuksien kautta tulkittuna oikeushyvien suojelussa on kyse punninnasta, jossa ovat vastakkain toiminnallisten vapauksien rajoitus ja rangaistusuhalla saatava preventiivinen hyöty.[192] Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännök-

---

[188] Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 79, jonka mukaan oikeushyvien suojelun periaatteella pyritään antamaan kriminaali- ja yhteiskuntapoliittisia suuntaviivoja ja reunaehtoja sille, mitkä ovat rangaistusuhan käyttämisen minimiedellytykset ja millä edellytyksin rangaistusuhkaa ei tulisi käyttää.

Ks. myös Nuotio: Taloudellisen rikollisuuden arviointi jne., s. 971–976.

[189] Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 103–104.

[190] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 265–267; Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 67.

Ks. myös Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 503 ja 510, jonka mukaan olisi käytännössä helpompi tietää, mitä oikeushyvien suojelun vaatimuksesta seuraa rikosoikeuden käytön sallittavuuden kannalta, jos rikosoikeudessa suojeltaisiin vain yksilön oikeushyviä. Yhteisölliset oikeushyvät nimittäin saavat usein yhteiskuntapoliittisen tavoitteen luonteen. Sen vuoksi on käytännössä vaikea arvioida, missä määrin jokin teko on relevantti yhteisöllisten oikeushyvien suojelun tarkoituksen kannalta.

[191] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 69.

[192] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 85; Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 948.

sen, kuten muidenkin arvopaperimarkkinarikosten, suojaama oikeushyvä on määritelty hyvin abstraktisti. Suojan kohteena pidetään yleensä sijoittajien ja pääomantarvitsijoiden luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan toimintaan[193]. Niin sanotuilla anonyymeillä markkinoilla tapahtuvan petokselisen käyttäytymisen on katsottu vaativan yhteiskunnan väliintuloa, vaikka toiminnalta puuttuu perinteisessä mielessä selkeä rikoksen uhri. Suoja kohdistuu epämääräiseen joukkoon kaupankävijöitä, jotka eivät yleensä edes tiedä rikoksen tapahtuneen. Vaikka luottamuksen suojaaminen ei edellytäkään sitä, että suoranaisia vahingonkärsijöitä olisi osoitettavissa, sijoittajien luottamuksen suojaamisen taustalla on kuitenkin viime kädessä nähtävissä perusoikeuksista johdettava omaisuudensuoja[194]. Riittävää on, että teko on yleisellä tasolla vaarantanut sijoittajien luottamuksen markkinoiden puolueetonta toimintaa kohtaan. Tätä suojeluobjektia on pidetty siinä määrin tärkeänä, että sen perusteella on voitu rajoittaa tietyn joukon (sisäpiiriläisten) toimintavapautta arvopaperimarkkinoilla.[195]

> Perus- ja ihmisoikeudet sekä kriminalisointiperiaatteet muodostavat rikosoikeuden alalla yhtenäisen ajattelullisen perustan, jossa kiteytyy liberalistisen ja hyvinvointivaltiollisen rikosoikeuden välinen jännite. Liberalistinen rikosoikeus korostaa toiminnallisia vapauksia, kun taas hyvinvointivaltiollinen rikosoikeus painottaa oikeushyvien suojelun tarpeita ja sosiaalisiin rooleihin kuuluvaa vastuuta. Käytännössä tämä merkitsee entistä jäsentyneempää erottelua yhtäältä sosiaalisten roolien asettamiin vastuuasemiin ja niihin kuuluviin toimintavelvoitteisiin ja toisaalta muihin tilanteisiin, joissa rangaistusvastuulle on asetettava olennaisesti korkeammat vaatimukset.[196]

Vaikka rikosoikeus suojeleekin sidosryhmiä siltä, että taloudelliseen toimintaan osallistuva ei toimi annettujen lakien ja tapaohjeiden vastaisesti, edellä sanottu

---

Ks. PeVM 25/1994 vp, s. 4. Jokin perusoikeuden rajoitus on sallittu ainoastaan, jos tavoite ei ole saavutettavissa perusoikeuteen vähemmän puuttuvin keinoin. Rajoitusperusteiden tulee lisäksi olla hyväksyttäviä ja rajoitusten tulee olla välttämättömiä hyväksyttävän tarkoituksen saavuttamiseksi.

Ks. myös Tapani: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa, s. 942. "Teleologinen varovaisuus" tarkoittaisi sitä, että oikeushyvien suoja saisi rikosoikeudellisessa teleologisessa punninnassa yleensä pienemmän painoarvon kuin toiminnallinen vapaus.

[193] Ks. HE 254/1998 vp, s. 4.

[194] Ks. Pöyhönen: Uusi varallisuusoikeus, s. 82–84. Tehokkailla ja toimivilla markkinoilla on paikka perusoikeusjärjestelmässä, koska ilman niitä monien varallisuusoikeudellisten perusoikeuksien toteuttamismahdollisuudet heikkenisivät olennaisesti.

Ks. Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 103–104; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 182, jonka mukaan oikeushyvän käsite on täysin sidottavissa perusoikeuksiin.

[195] Ks. Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 74. Taloudellisen toiminnan vapaus puoltaisi opportunistisen käyttäytymisen sallimista, kun taas oikeudenmukaisuus ja reiluus edellyttävät puuttumista petokselliseen käyttäytymiseen.

[196] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 19 ja 25.

ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö markkinoiden puolueetonta ja luotettavaa toimintaa voitaisi osittain suojata myös muilla kuin rikosoikeudellisilla keinoilla.[197] Eri yhteiskunnallisten vaihtoehtojen välillä on punnittava sitä, voidaanko moraalisesti hyväksyttävämmällä tavalla ottaa käyttöön jokin toinen järjestelmä, joka vastaisi rikosoikeutta tehokkuudessaan edes kohtuullisessa määrin ja joka olisi kohtuullisin kustannuksin toimeenpantavissa.[198]

Periaatteessa hallinto-oikeudellisin keinoin voidaan monissa tapauksissa suojella samoja laillisia etuja kuin rikosoikeudellisin keinoin, mutta hallinnolliseen seuraamukseen ei välttämättä liity samanlaista kelvottomuuden leimaa, joka saattaa seurata rikosoikeudellisesta rangaistuksesta, eikä seuraamusta myöskään merkitä rikosrekisteriin.[199] Hallinnollisen seuraamuksen määräämisessä voidaan keskeisinä tavoitteina pitää rikkomuksella aiheutettujen vahinkojen korjaamista sekä laittoman hyödyn takaisin saamista, varsinaisen rankaisemisen ollessa rikosoikeuteen verrattuna vähemmän korostunut.[200]

Kriminaalipoliittisesti sitoutunut, rangaistusteorioihin perustuva tutkimusote pakottaa pohtimaan myös muiden, rikosoikeuden ulkopuolisten keinojen tehokkuutta ei-toivottavan käyttäytymisen torjunnassa ja rajaamaan rikosoikeuden käytön vain viimesijaiseksi keinoksi.[201] Ultima ratio -periaate ei kuitenkaan sellaisenaan edellytä rikkomusten siirtämistä rikosoikeudesta hallinto-oikeuden puolelle, vaan ultima ratio -periaatteen ydinajatusta

---

[197] Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 35, joka katsoo, että vaikka olisi olemassa hyväksyttävä oikeushyvä, ei ole itsestään selvää, että rikosoikeudellisia keinoja pitää käyttää.

Ks. Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 947. Oikeushyvän olemassaolo kriminalisoinnin taustalla ei vielä riitä, vaan täytyy myös olla jokin tarkoitus sille, miksi oikeushyvää suojellaan.

Ks. myös Friedrichs: Trusted Criminals etc., s. 255–256. Hallinnolliset ja siviilioikeudelliset keinot ovat yleisesti tulleet suosituksi vaihtoehdoksi talousrikosasioissa.

[198] Lappi-Seppälä: Miksi rikosoikeus, s. 33; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 46–47.

Ks. myös Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 47–48. Jos taloudellisen analyysin avulla havaitaan, että tarkasteltava oikeusinstituutio on tehoton yhteiskunnan voimavarojen käytön kannalta, pakottaa se arvioimaan, mitä muita tehokkaampia keinoja on käytettävissä saman oikeudenmukaisuustavoitteen saavuttamiseksi. Vaihtoehtojen tehokkuus määräytyy suhteellisesti eli muiden mahdollisten vaihtoehtojen kustannuksiin ja hyötyihin nähden.

[199] Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 68, jonka mukaan rikosoikeudellisessa järjestelmässä syylliseksi tuomitsemiseen saattaa liittyä elinikäinen trauma varsinkin, jos se on inhimillisesti katsoen epäoikeudenmukaista.

[200] Ks. Reichman: Insider Trading, s. 87.

Ks. myös Hansen: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 277–279, jonka mukaan euroopan ihmisoikeustuomioistuin on käyttänyt kolmea kriteeriä, joilla erotella hallinnolliset sanktiot rikosoikeudellisista rangaistuksista: Onko seuraamus määritelty rangaistukseksi kansallisessa lainsäädännössä, koetaanko seuraamus rangaistukseksi ja kuinka tuntuva seuraamus on?

[201] Ks. LaVM 28/1998 vp, jossa lakivaliokunta kiinnitti huomiota siihen, että rangaistussäännökset ja rikosoikeudelliset seuraamukset ovat arvopaperimarkkinoilla, niin kuin muillakin talous-, yhteiskunta- tai yksityiselämän alueilla, viimekätinen keino varmistaa säännösten noudattaminen.

vastaisi paremmin sellainen menettely, jossa rikosoikeudellista ja sen kanssa vaihtoehtoista järjestelmää verrattaisiin toisiinsa ja valittaisiin pienempi paha.[202]

3.2 SYYLLISYYSPERIAATE

Syyllisyysperiaate, "ei rangaistusta ilman syyllisyyttä" (nulla poena sine culpa), on yksi tärkeimpinä pidetyistä rikosoikeudellisista oikeusperiaatteista. Periaatteella tarkoitetaan tekijän subjektiivisesta syyllisyydestä riippuvaa vastuuta.[203] Tekijän syyllisyys arvioidaan vasta, jos tekoa pidetään tunnusmerkistön mukaisena ja oikeudenvastaisena. Syyllisyysvaatimus estää samalla myös sen, että jokainen tunnusmerkistön mukainen ja oikeudenvastainen teko olisi rangaistava. Syyllisyysperiaatteen vaatimukset kuuluvat jokaisen oikeusvaltion rikosoikeusjärjestelmään.[204]

Pohjoismaisessa kriminaalipolitiikassa on syyllisyysperiaatetta pidetty jo pitkään nimenomaan oikeusvarmuuden takeena.[205] Tästä huolimatta kriminaalipoliittiset tarkoituksenmukaisuusnäkökohdat ovat olleet muuttamassa syyllisyysperiaatteen sisältöä. Syyllisyydessä on kyse tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuudesta ja siitä, voitiinko tekijältä kohtuudella odottaa toisenlaista suhtautumista. Toisintoimimismahdollisuuden mukaan rangaistusvastuun edellytyksenä on, että tekijällä oli kyky ja tilaisuus toimia tekotilanteessa toisin. Kyvyn puuttumisella viitataan yleensä siihen, että tekijä ei kykene kontrolloimaan käyttäytymistään. Hän ei voi estää sitä, että hän poikkeaa vaadittavasta huolellisuudesta. Tilaisuuden puuttumisella taas viitataan tiedollisiin puutteisiin. Tekijältä voi puuttua tieto siitä, mitä hän on tekemässä tai mitkä ovat hänen tekonsa mahdolliset seuraukset taikka onko hänen tekonsa kielletty. Se, joka ei

---

[202] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 90. Nuutila viittaa myös Saksaan, jossa ultima ratio -periaatteen tulkinnassa on katsottu, että hallinto-oikeudellinen sanktio on lähtökohtaisesti ensisijainen rikosoikeudelliseen verrattuna.

Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 264; Lahti: Kohti 2000-luvun rikosoikeutta, s. 944; Roxin: Strafrecht, s. 25.

[203] Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 497 (alaviite 4). Syyllisyysperiaatteelle voisi etsiä tukea myös ihmisoikeusnormistosta, esimerkkinä EIS 6 artiklan 2 kappale. Ilmeisesti mainittu sopimuskohta ei sinänsä estä objektiivista rikosvastuuta, jos sellaisesta on säädetty.

[204] Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 305–333 (syyllisyysperiaate).

Ks. Nuutila: Syyllisyydestä vastuullisuuteen, s. 197, jonka mukaan monet kriitikot Manner-Euroopassa ovat huomauttaneet, että lainsäätäjä on jo kymmeniä vuosia ohittanut perinteisessä mielessä ymmärretyn syyllisyysperiaatteen aina, kun sen on katsottu olevan estämässä tehokasta kontrollipolitiikkaa.

[205] Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 79. Nykykäsityksen mukaan syyllisyys on syytä sitoa mahdollisimman voimakkaasti perus- ja ihmisoikeusajatteluun sekä edelleen oikeusvarmuuteen. Lähtökohtana on aina syyttömyysolettamus.

tiedä, mitä laki vaatii, ei kuitenkaan pääsäännön mukaan voi puolustautua tietämättömyydellään.[206]

> Oikeuskirjallisuudessa puhutaan myös toisintoimimismahdollisuudesta vahvassa ja heikossa mielessä. Vahva viittaa siihen, että vaikka tekijällä ei tosiasiassa tekohetkellä ollut kykyä ja tilaisuutta lainmukaiseen toimintaan, hänellä olisi voinut sellainen olla, jos hän olisi aikaisemmin tehnyt sen, mitä häneltä vaadittiin. Heikko viittaa taas tilanteeseen, jossa tekijältä ei olisi kohtuudella voitu odottaa muunlaista suhtautumista, vaikka hänellä tarkkaan ottaen olikin kyky ja tilaisuus toimia toisin.[207]

Syyllisyydessä on kyse siitä, millaisia vastuuehtoja oikeudenmukaisena pidetty, yksilön arvon ja itsemääräytyneisyyden huomioon ottava kriminaalipolitiikka edellyttää. Syyllisyyttä edellyttävässä vastuun tunnustamisessa annetaan merkitystä ihmisten omille valinnoille.[208] Periaate voi välillä olla ristiriidassa yleis- ja erityisestävien tavoitteiden toteuttamisen kanssa, mutta periaatteesta luopuminen aiheuttaisi sen, että rikosoikeus menettäisi hyväksyttävyytensä. Syyllisyysperiaate rajoittaa rangaistavuutta ja suojaa tekijää syyllisyydestä irrotetuilta mielivaltaisilta rangaistuksilta. On kuitenkin epävarmaa, voidaanko syyllisyysperiaatteella perustella teon rangaistavuutta. Nykyaikaisiin rangaistusjärjestelmiin kuuluu monia vain preventiivisesti perusteltavia rangaistuksen määräämisen perusteita, vaikka rangaistus on mitattava niin, että se on oikeudenmukaisessa suhteessa rikoksen vahingollisuuteen ja vaarallisuuteen, teon vaikuttimiin sekä rikoksesta ilmenevään muuhun tekijän syyllisyyteen.[209] Oikeusturvatakeita ja preventiotehokkuutta koskevien näkemysten välillä käytävää rangaistusteoreettista vuoropuhelua on pidetty varsinkin talouselämän rikollisuuden tutkimisen keskeisenä lähtökohtana[210].

Teon haitallisuuden ohella myös teon paheksuttavuus vaikuttaa kriminalisoinnin hyväksyttävyyteen. Tahallinen teko on paheksuttavampi ja yleensä vaarallisempi kuin tuottamuksellinen. Haitalliseen tulokseen johtavista vaikutuksista on löydettävä sellainen inhimillisen tekijän osuus, jolla rikosoikeudellinen vastuu voidaan kohtuudella perustella. Perustuslain (1999/731) 1 §:ään

---

[206] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 528–532; Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 195–196; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 303–304; Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 197.

[207] Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 139.

[208] Nuutila: Syyllisyydestä vastuullisuuteen, s. 225–226. Rikosoikeudellinen syyllisyys rakentuu inhimillisen käyttäytymisen jäsentämisen tapaan, eikä ole mitään viimekätistä tapaa selittää inhimillinen käyttäytyminen ja justifioida rikosoikeudellinen syyllisyys.

Ks. HE 44/2002 vp, s. 69 ja OLJ 5/2000, s. 78. Syyllisyysperiaate takaa, ettei valtio puutu yksilön elinpiiriin muutoin kuin tilanteissa, joissa yksilö on omien valintojensa kautta rikkonut lakia.

[209] Ks. uusi RL 6:4; Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 83–84; Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 38.

[210] Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 96.

kirjattu ihmisarvon loukkaamattomuusvaatimus tarkoittaa käytännössä ankaran eli objektiivisen rangaistusvastuun kieltoa. Rikos on rangaistava vain tahallisesti tai tuottamuksellisesti tehtynä. Periaatetta on sovellettu kuitenkin myös siten, että mitä tärkeämmästä oikeushyvästä on kyse, sitä helpommin voidaan rangaistavuuden alaraja laskea tuottamuksen tasolle. Ihmisarvon kunnioittamisvaatimusta voidaan tulkita meillä velvollisuutena pidättyä subjektiivisen syyllisyyden merkityksen poistavasta rikoslainsäädännöstä silloinkin, kun erittäin painavat preventiiviset syyt sellaista puoltaisivat.[211]

Hallituksen esityksessä[212] rikoslainsäädännön kokonaisuudistuksen ensimmäiseksi vaiheeksi lähdettiin liikkeelle siitä vakiintuneena pidettävästä käsityksestä, että rikoslaissa teon rangaistavuus edellyttää tahallisuutta, jollei syyksiluettavuudesta ole erikseen lausuttu. Tuottamus on säädetty rangaistavaksi vain silloin, kun tunnusmerkistö on nimenomaisesti ulotettu koskemaan huolimattomuudesta toteutettua tekoa[213]. Tämän ratkaisun puolesta esitettiin muun muassa, että tahallinen teko on keskimäärin paheksuttavampi kuin tuottamuksellinen ja että varallisuusrikokset ovat yleensä olleet rangaistavia vain tahallisina. Jos ei myöskään ole painavia kriminaalipoliittisia vastasyitä, rangaistavuuden ala olisi pidettävä mahdollisimman suppeana.[214]

Syyksiluettavuudelta voidaan vaatia joko tahallisuutta, törkeää tuottamusta tai tuottamusta. Näiden erottamisella toisistaan on usein tärkeä merkitys. Monet rikokset ovat rangaistavia ainoastaan tahallisina, joten tahallisuuden ja tuottamuksen välinen raja on myös samalla rangaistavan ja rankaisematta jäävän raja. Tästä huolimatta tahallisuus ja tuottamus ovat aina tähän päivään asti olleet lainsäätäjän taholta säätelemättä ja jääneet oikeuselämän synnyttämien normien mukaan ratkaistaviksi.[215]

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä tekijältä vaadittava syyksiluettavuuden aste poikkeaa tavanomaisesta. Teko on aina rangaistava tahallisena, mutta *määrätyiltä osin* myös törkeästä huolimattomuudesta tehty sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa. Arvopaperimarkkinoilla toimitaan usein luottamukseen perustuvin toimeksiannoin eikä aina ole jälkikäteen helppoa tai edes mahdollista selvittää, oliko tekijä tietoinen siitä, että kysymyksessä oleva tieto oli sisäpii-

---

[211] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 77–78; Ks. Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 210–211; Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 943–944.

[212] HE 66/1988 vp; Ks. HE 44/2002 vp, s. 69.

[213] LaVM 6/1990, s. 3.

[214] Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 275.

Ks. KKO 1990:97. Korkeimman oikeuden mukaan tuottamuksen rangaistavuus on käytävä ilmi tunnusmerkistöstä, muussa tapauksessa teko on rangaistava vain tahallisena, ellei säännöksen tarkoituksesta voida toisin päätellä.

[215] Ks. uudet RL 3 luvun 5 § (syyksiluettavuus), 6 § (tahallisuus) ja 7 § (tuottamus) ja OLJ 5/2000, s. 98, jossa ehdotettiin tahallisuuden ja tuottamuksen määritelmien ottamista rikoslakiin.

rintietoa. Monet markkinoiden luotettavuutta heikentävät ja jo sellaisinaan paheksuttavat teot jäisivät tosiasiallisesti vaille rangaistusuhkaa, jos rangaistavuus edellyttäisi aina tahallisuuden osoittamista tältäkin osin. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on pahimpia uhkia arvopaperimarkkinoiden toimivuudelle, minkä vuoksi myös törkeästä huolimattomuudesta tehtyyn väärinkäyttöön voidaan liittää melko ankara seuraamus. Tahallinen ja törkeästä huolimattomuudesta tehty teko voivat olla paheksuttavuudeltaan hyvin lähellä toisiaan. Monet markkinoilla toimivat henkilöt toimivat ammattimaisesti ja ovat markkinoiden asiantuntijoita, joten heille voidaan asettaa tavallista ankarampi huolellisuusvaatimus.[216]

> AML:a koskevassa alkuperäisessä hallituksen esityksessä todettiin jo aikoinaan, ettei rangaistavuuden rajoittaminen tahallisiin tekomuotoihin olisi tarkoituksenmukaista. Muiden maiden käytäntö oli osoittanut, että tahallisuuden toteennäyttäminen saattaa osoittautua vaikeaksi myös silloin, kun menettelyä on henkilön asema ja motiivit huomioon ottaen pidettävä kiistatta tuomittavana. Koska maamme oikeusperinne huomioon ottaen ei ollut mahdollista ratkaista ongelmaa esimerkiksi käännettyä todistustaakkaa koskevilla säännöksillä, ehdotettiin myös törkeää tuottamusta ilmentävän menettelyn sisällyttämistä tunnusmerkistöön.[217]

Teon huolimattomuutta koskeva oppi on alun perin kehitetty pitäen silmällä erityisesti tuottamuksellisia tekoja. Teon huolimattomuudessa on osaltaan kyse tekijälle asetettujen huolellisuusvelvollisuuksien rikkomisesta. Tunnusmerkistö on toteutettava rikkomalla huolellisuusvelvollisuutta, jotta tekijän rankaiseminen tulisi kyseeseen. Teon huolimattomuus-kriteerin avulla pyritään määrittämään, milloin teko ja seurauksen aiheuttaminen ovat olleet objektiivisesti arvioiden kiellettyjä. Sen avulla pyritään rajaamaan rikosoikeudellista vastuuta. Objektiivisella syyksilukemisella viitataan teon huolimattomuuteen.[218]

> Teon huolimattomuuden (gärningsculpa) on katsottu soveltuvan tuottamuksellisten tekojen ohella myös tahallisiin rikoksiin. Suhtautumisessa kiellettyyn riskiin tahallisen ja tuottamuksellisen rikoksen ero on siinä, että tahallinen rikos edellyttää riskin mieltämistä, kun taas tuottamuksellisessa teossa riittää sen huolellisuusvelvollisuuden rikkominen, että tekijällä olisi pitänyt olla käsitys riskistä.[219]

---

[216] HE 254/1998 vp, s. 21; OLJ 3/1993, s. 37–38 ja 45.
[217] HE 157/1988 vp, s. 55.
[218] Teon huolimattomuudesta ks. esim. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 272 ss; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 141 ss.; Frände: Allmän straffrätt, s. 111 ss.; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 211 ss.; Roxin: Strafrecht, s. 310 ss. (objektiivinen syyksilukeminen Saksassa).
[219] Frände: Allmän straffrätt, s. 112; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 7; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 233 ja 324.

Rikosoikeudellisen vastuun perustana teon huolimattomuudelta edellytetään, että tekijä on aiheuttanut oikeudellisesti relevantin vaaran ja tämä vaara on realisoitunut tunnusmerkistön mukaisessa seurauksessa. Samaa tarkoittaen on puhuttu myös kielletystä riskinotosta ja sen relevanssista.[220] Näiden ohella arvioinnin kohteena on tunnusmerkistön ulottuvuus konkreettiseen vahinkoseuraukseen. Kielletyn riskinoton relevanssi ja tunnusmerkistön ulottuvuus koskevat ainoastaan loukkaamisrikoksia sekä konkreettisia vaarantamisrikoksia.[221] Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö ei edellytä toteutuakseen minkäänlaista seurauksen syntymistä, joten tekorikoksena sen kannalta relevanttia on vain kielletty riskinotto, jota voidaan soveltaa myös tekorikoksiin.[222]

Kielletyllä riskinotolla tarkoitetaan lähinnä vaadittavan huolellisuusvelvoitteen rikkomista ja sitä määriteltäessä joudutaan pohtimaan tunnusmerkistöstä ilmenevää sallitun ja kielletyn riskinoton rajaa.[223] Sallitun ja kielletyn riskin erottamista voidaan pitää normaalina laintulkintaongelmana ja se on sitä helpompaa, mitä täsmällisemmin huolellisuusvelvoitteista tunnusmerkistötasolla säädetään. Objektiivista huolellisuutta määrittävät ennen kaikkea oikeusnormit. Jos tunnusmerkistöstä ei riittävän selvästi ilmene huolellisen toiminnan sisältö, joudutaan arvioinnissa turvautumaan myös erilaisiin epävirallisiin normeihin ja tapanormeihin.[224] Varsinkin erityyppiset selonottovelvollisuutta ja vastuuasemaa korostavat muotoilut ovat omiaan kytkemään rikosvastuun tarkastelun yksityisoikeudellisiin säännöksiin ja niissä asetettuihin toiminta- ja huolellisuusvelvollisuuksiin.[225] Jos ei ole käytettävissä minkäänlaisia oikeus- tai muita normeja, joudutaan huolellisuusvelvoite muotoilemaan hyötyjä ja haittoja punniten. Punninnassa voidaan ottaa huomioon ainakin mahdollisen seurauksen vakavuus ja sen todennäköisyys, tekijän tosiasialli-

---

[220] Ks. Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 111; Koskinen: Rikosoikeus, s. 41.

[221] Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 113–114, jonka mukaan teon huolimattomuus aktualisoituu ainoastaan sellaisten rikosten yhteydessä, jotka sisältävät jonkinlaisen kausaalisuhteen. Teon huolimattomuuden sovellusalueeksi tulee siten vahinkoseurausta edellyttävät rikostunnusmerkistöt eikä tekorikoksille jää soveltamisalaa.
Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 322 (alaviite 159), joka myös katsoo, että selkeää toimintanormia vastaan rikottaessa, kuten esimerkiksi rattijuopumuksessa, erilliselle teon huolimattomuusopille ei varsinaisesti jää tilaa.

[222] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 272–276. Nuutilan mukaan kiellettyä riskinottoa voidaan soveltaa kaikkiin rikostyyppeihin.

[223] Ks. Nuotio: Lainsäätäjä rikosoikeuden yleisten oppien parissa, s. 254. Kielletyn riskinoton teorian tavoitteena on avata toimijan näkökulma.

[224] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 144–150; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 281–286 ja 313; Frände: Allmän straffrätt, s. 117–123.

[225] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistusta 30 vuotta – entä nyt, s. 724; Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 109–111. Riskin ja huolimattomuuden käsitteillä operointi saattaa tarjota käsitteellisiä apuvälineitä nimenomaan taloudellisen toiminnan rikosoikeudelliseen sääntelyyn.

set mahdollisuudet varotoimenpiteisiin sekä toiminnan sosiaalinen hyödyllisyys.[226]

3.3 SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTÖN SÄÄNTELYN SYSTEMATIIKKA

Rikoslain (139/1889) kokonaisuudistuksen keskeisenä tavoitteena on ollut tarkastella ja arvioida yhtenäisesti niitä päämääriä, etuuksia ja arvoja, joita rikoslainsäädäntö voi edistää ja suojata. Yhteiskunnan kannalta taloudellinen rikollisuus on ollut siinä määrin huolestuttava ilmiö, että rikoslakia uudistettaessa vakavimmat taloudellista lainsäädäntöä vastaan tehdyt väärinkäytökset saatettiin rikoslain nojalla arvosteltaviksi. Rikosoikeuden rajojen tiedostamisen vuoksi arvopaperimarkkinoihin liittyviä keinottelutyyppisiä rikoksia ei alun perin haluttu ryhtyä sääntelemään rikoslaissa ennen aineellisen lainsäädännön ja toimivan valvontajärjestelmän aikaansaamista[227]. Sittemmin arvopaperimarkkinalakiin sisältyneistä rangaistussäännöksistä vakavimpia rikoksia koskevat säännökset on siirretty näiden rikosten yhteiskunnallisen merkittävyyden korostamiseksi rikoslakiin. Vakavimmat väärinkäytökset liittyvät sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, kurssien keinotekoiseen muuttamiseen eli kurssimanipulaatioon ja tärkeimpien tiedonantovelvoitteiden rikkomiseen (RL 51 luku).[228]

Ruotsissa sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto on sijoitettu yhdessä kurssimanipulointia koskevien säännösten kanssa rikosoikeudellisia määräyksiä sisältävään sisäpiiririkoslakiin[229]. Säännösten sijoittaminen rikoslakiin korostaa näiden tekojen paheksuttavuutta ja toisaalta selkeästi erottaa vähäisemmät ilmoitusvelvollisuutta ja lyhyen kaupan kieltoa koskevat säännökset lievemmin sanktioiduiksi hallinnollisiksi rikkomuksiksi[230].

---

[226] HE 44/2002 vp, s. 95–96; OLJ 5/2000, s. 104 ja 112.

Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 213, joka tiivistää ajatuksen kielletystä riskinotosta siihen, mikä muodostaa hyvän syyn luopua teon tekemisestä.

Ks. myös Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 324–325, joka pohtii sitä, minkä vuoksi kielletyn riskinoton rajan rikosoikeudessa määrittävä "hyvät syyt" rakentuu niin puhtaasti vahingonkorvausoikeutta muistuttavalla tavalla yleisten hyöty-haitta –näkökohtien varaan.

[227] Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 267.

[228] HE 254/1998 vp, s. 5, 10 ja 17. Arvopaperimarkkinarikoksia koskevien säännösten siirtämisen rikoslakiin voi odottaa vähitellen vaikuttavan asenteisiin siten, että kynnys väärinkäytöksiin ryhtymiseen nousee. Tällainen kehitys on omiaan lisäämään markkinoiden toimivuutta ja siten edistämään taloudellista toimintaa.

Ks. Lahti: Rikosoikeuskomitean kriminalisointeja koskevat ehdotukset, s. 815, joka on pitänyt rangaistavuuden perusteiden ja painopisteiden järjestelmällistä erittelyä, eli niin sanottua elämänaluetarkastelua, myönteisenä piirteenä.

[229] Insiderstrafflag 2000:1086.

[230] Lag on anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 2000:1087.

3.3.1 Suhde lähisäännöksiin

Arvopaperimarkkinoita koskevan rangaistussääntelyn tavoitteet ovat viime kädessä samoja kuin muunkin arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön. Tavoitteista keskeisin on aikaansaada ja ylläpitää sijoittavan yleisön ja pääomantarvitsijoiden luottamusta markkinoita kohtaan ja siten edistää tämän rahoituskanavan toimintaa. Luottamus arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen on markkinoiden toimivuuden edellytys. Rangaistussäännöksistä selvimmin arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta turvaavina voidaan pitää kurssin vääristämisen kieltäviä säännöksiä (RL 51:3 ja 51:4). Puolueettomuustavoitteeseen taas tähtäävät erityisesti sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto ja tiedonantovelvollisuutta koskevat säännökset, vaikka myös niillä katsotaan yleensä olevan vaikutusta markkinoiden luotettavuuden edistämisessä.[231] Vaikka kaikkien arvopaperimarkkinarikossäännösten antama suoja on periaatteessa laajalle ulottuva yhteisöllisen tai yleisen intressin suojaaminen, rajoittuu niiden soveltamisala käytännössä kuitenkin melko suppeaksi, koska ne koskevat lähinnä vain julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita[232].

Arvopaperimarkkinoilla kaikkien on oltava samassa asemassa niin toimintaoikeuksien kuin toimintamahdollisuuksienkin suhteen. Sijoittajilla on oltava muun muassa yhtäläiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia tietoja. Tämän toteutuminen vaatii sitä, että sijoittajille annetaan tieto olennaisista markkinoihin vaikuttavista seikoista ilman aiheetonta viivytystä[233]. Koska kaikkia olennaisia arvopaperimarkkinoihin vaikuttavia tietoja ei voida välittömästi saattaa kaikkien tietoon, tarvitaan sijoittajien tasa-arvon turvaamiseksi rajoituksia vielä julkistamattoman tiedon hyväksikäyttöön.[234]

---

[231] HE 254/1998 vp, s. 4.

Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 22 ja 29. Käräjäoikeus on katsonut koko RL 51 luvun suojeluobjektiksi sijoittajien luottamuksen arvopaperimarkkinoihin. Kurssimanipulaation osalta oikeus on erikseen todennut tasapuolisuuden ja avoimuuden olevan markkinoiden luotettavuuden ohella suojan kohteena.

Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappaleet 12)–15) ja 24). Sisäpiirikauppoja koskevan lainsäädännön tavoite on sama kuin markkinoiden manipulointia koskevan lainsäädännön: varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja lujittaa sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin sekä turvata markkinoiden häiriötön toiminta ja edistää markkinoiden läpinäkyvyyttä. Ks. myös 89/592/ETY: Sisäpiiridirektiivin johdanto-osa.

[232] Ks. Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 144, joka käyttää arvopaperimarkkinarikoksista puhuessaan nimitystä sijoittajapetokset (investorbedrageri).

[233] AML 2:7:n 1 momentin mukaan julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon.

[234] HE 254/1998 vp, s. 4; Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 31. Tiedonantovelvollisuus ja kielto hyödyntää informaatioasymmetriaa kohdistuvat samaan tietoon ja täydentävät toisiaan.

Sisäpiirintiedon väärinkäytöksiin ja tiedonantovelvollisuuksiin liittyvät tutkinnat tapahtuvatkin usein samanaikaisesti. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyvä tutkinta kohdistuu siihen, onko julkistamattomia ja olennaisia tietoja käytetty hyväksi arvopaperikaupoissa sisäpiirisäännöksen vastaisesti, kun taas arvopaperimarkkinoita koskevan tiedottamisrikoksen (RL 51:5)[235] tutkinta kohdistuu siihen, onko liikkeeseenlaskija mahdollisesti laiminlyönyt kyseisiin tietoihin liittyvän oikea-aikaisen tiedonantovelvollisuutensa.

AML 5 luvussa on liikkeeseenlaskijoiden, pörssien ja arvopaperinvälittäjien johtoon kuuluville asetettu velvollisuus ilmoittaa sisäpiirirekisteriin omistamansa Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakkeet ja osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit. Ilmoitusvelvollisuuden, joka on osa koko sisäpiirivalvontaa, avulla voidaan havaita mahdollisia sisäpiirin rikkomuksia. Ilmoitusvelvollisuuden tarkoituksena on edistää arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden arvopaperikauppojen julkisuudella. Toisaalta ilmoitusvelvollisten kauppojen julkisuuden tarkoituksena on myös ennaltaehkäistä väärinkäytöksiä lisäämällä markkinoiden läpinäkyvyyttä. Ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönnin rangaistavuus ei kuitenkaan edellytä sisäpiirintiedon väärinkäyttämistä, vaan rangaistus seuraa pelkästään kyseisen velvollisuuden rikkomisesta.

Osaan arvopaperimarkkinoilla tapahtuvista väärinkäytöksistä on aiemmin voitu soveltaa perinteisiä varallisuusrikoksia koskevia säännöksiä, mutta markkinoiden muututtua entistä merkittävämmäksi julkisen kaupankäynnin kanavaksi jouduttiin rikosoikeudellisten keinojen käyttöä markkinoiden toimintatapojen ohjaamisessa arvioimaan uudesta näkökulmasta. Tähän vaikutti myös se, että arvopaperimarkkinoilla esiintyy menettelytapoja, joihin perinteiset rangaistussäännökset eivät juurikaan sovellu.[236]

Rikoslainsäädännössämme on yleensä suhtauduttu kielteisesti toisten erehdyttämiseen taloudellisen hyödyn hankkimiseksi. Eräiden taloudellisten rikosten tekotavoissa on paljon samankaltaisia piirteitä kuin perinteisen varallisuusrikoksen, petoksen, tekotavassa. Tällöin rangaistavuutta on haluttu laajentaa asianomaisilla elämänaloilla ilmenneiden kriminaalipoliittisten tarpeiden perusteella.[237] Hallituksen esityksen mukaan muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ei voida soveltaa petosta koskevia säännöksiä siitä

---

[235] RL 51:5:n 1 momentin 2) kohdan mukaan se, joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta jättää asianmukaisesti antamatta arvopaperiin liittyvän tiedon, jonka arvopaperimarkkinalaki velvoittaa antamaan ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon, tai arvopaperimarkkinalain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessään antaa sellaisen, arvopaperiin liittyvän totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon on tuomittava arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

[236] HE 254/1998 vp, s. 5.

[237] Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 881.

huolimatta, että väärinkäytössä on osittain samoja piirteitä kuin petosrikoksessa.[238]

Sisäpiirin kaupankäyntiä koskevilla säännöksillä on pyritty turvaamaan luottamusta julkisiin arvopaperimarkkinoihin, ja ne koskevat vain julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita. Siksi ne eivät sovellu, jos kaupankäynnin kohteena on sellaisia arvopapereita, joita ei ole otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Silloin kun käydään kauppaa noteeraamattomilla arvopapereilla, ostaja ja myyjä yleensä kohtaavat toisensa, toisin kuin pörssikaupassa. Näihin kauppoihin saattavat sovellettaviksi tulla myös rikoslain 36 luvun petosta[239] koskevat säännökset.[240]

> Kurssimanipulaation osalta on hallituksen esityksessä pohdittu petosta koskevan säännöksen soveltuvuutta. Petossäännös on kuitenkin osoittautunut riittämättömäksi sikäli, ettei se ole helposti sovellettavissa rajoiltaan epämääräisen kohderyhmän harhaanjohtamiseen. Rajoitukset ovat samoja kuin yleensäkin epämääräisen kohderyhmän harhauttamisessa, eli ei voida osoittaa tiettyä henkilöä tai tiettyjä henkilöitä, jotka ovat väärien tietojen vuoksi erehtyneet, tai voi olla vaikea osoittaa tekijän tarkoittaneen erehdyttää juuri heitä. Sinänsä nykyinen petossäännös soveltuu myös arvopaperien kauppaan.[241]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön lähisäännöksiin lukeutuvat muiden arvopaperimarkkinarikosten ja petoksen lisäksi erityisesti yrityssalaisuuden rikkominen (RL 30:5)[242], yrityssalaisuuden väärinkäyttö (RL 30:6)[243] ja virkasalaisuuden

---

[238] HE 254/1998 vp, s. 5.

[239] RL 36:1:n mukaan se, joka, hankkiakseen itselleen tai toiselle oikeudetonta taloudellista hyötyä taikka toista vahingoittaakseen, erehdyttämällä tai erehdystä hyväksi käyttämällä saa toisen tekemään tai jättämään tekemättä jotakin ja siten aiheuttaa taloudellista vahinkoa erehtyneelle tai sille, jonka eduista tällä on ollut mahdollisuus määrätä, on tuomittava *petoksesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

[240] HE 89/1996 vp, s. 184.

[241] HE 254/1998 vp, s. 12; Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 144; Ks. Löfmarck: Insiderbrott och svindleri, s. 81–91 petossäännöksen soveltuvuudesta.

[242] RL 30:5:n mukaan se, joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tai toista vahingoittaakseen oikeudettomasti ilmaisee toiselle kuuluvan yrityssalaisuuden tai oikeudettomasti käyttää tällaista yrityssalaisuutta, jonka hän on saanut tietoonsa 1) ollessaan toisen palveluksessa, 2) toimiessaan yhteisön tai säätiön hallintoneuvoston tai hallituksen jäsenenä, toimitusjohtajana, tilintarkastajana tai selvitysmiehenä taikka niihin rinnastettavassa tehtävässä, 3) suorittaessaan tehtävää toisen puolesta tai muuten luottamuksellisessa liikesuhteessa tai 4) yrityksen saneerausmenettelyn yhteydessä, on tuomittava, jollei teosta ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, *yrityssalaisuuden rikkomisesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

[243] RL 30:6:n mukaan se, joka oikeudettomasti 1) käyttää tässä laissa rangaistavaksi säädetyllä teolla tietoon saatua tai ilmaistua toiselle kuuluvaa yrityssalaisuutta elinkeinotoiminnassa taikka 2) hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä ilmaisee tällaisen salaisuuden, on tuomittava *yrityssalaisuuden väärinkäytöstä* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

rikkominen (RL 40:5)[244]. Mainittujen rikosten tunnusmerkistöissä kielletään oikeudettomasti käyttämästä tai ilmaisemasta luottamuksellisia tai salassa pidettäviä tietoja. Rangaistavuudelta edellytetään lisäksi luottamuksellisen tiedon käyttämisen tai ilmaisemisen tapahtuvan *tarkoituksessa* hankkia (taloudellista) hyötyä itselleen taikka toiselle.[245] Yrityssalaisuuden ja virkasalaisuuden rikkomisissa tosin kelpaa myös toisen vahingoittamistarkoitus, mitä tunnusmerkistötekijää taas sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös ei tunne lainkaan. Merkittävä ero sisäpiirisäännöksen ja virkasalaisuuden rikkomisen välillä on tekijäpiirin määritelmässä, joka virkasalaisuuden rikkomisessa on selvästi suppeampi, koska se käsittää vain virkamiehet. Virkasalaisuuden rikkomista koskevaa säännöstä täydentää säännös salassapitorikoksesta, johon voi syyllistyä myös muu kuin virkamies (RL 38:1 ja 2)[246].

Tilanne saattaa käytännössä olla joskus sellainen, että sisäpiirintiedon väärinkäytön ja yrityssalaisuuden rikkomisen tai yrityssalaisuuden väärinkäytön erottaa toisistaan ainoastaan tiedon käyttötarkoitus. Esimerkiksi yrityssalaisuuksiin kohdistuvien rikosten viimekätisenä tarkoituksena on yleensä saattaa yrityssalaisuus jonkun kilpailijan tai muun alalla toimivan elinkeinonharjoittajan tietoon ja käytettäväksi. Jos tätä tietoa käytetään muuhun kuin arvopaperikauppoihin, kyse ei voi olla sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Sen sijaan niissä tapauksissa, joissa tietoa käytetään myös arvopaperikauppoihin, sovellettaviksi voivat tulla sekä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä että yrityssalaisuuksia koskevat säännökset. On syytä kuitenkin ottaa huomioon, että sisäpiirintiedon sisältö ei ole identtinen yrityssalaisuuden eikä myöskään virkasalaisuuden sisällön kanssa.[247]

---

[244] RL 40:5:n mukaan, jos virkamies tahallaan palvelussuhteensa aikana tai sen päätyttyä oikeudettomasti 1) paljastaa sellaisen asiakirjan tai tiedon, joka viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain \l "sd19990621"(621/1999) tai muun lain mukaan on salassa pidettävä tai jota ei lain mukaan saa ilmaista, taikka 2) käyttää omaksi tai toisen hyödyksi taikka toisen vahingoksi 1 kohdassa tarkoitettua asiakirjaa tai tietoa, hänet on tuomittava, jollei teosta muualla säädetä ankarampaa rangaistusta, *virkasalaisuuden rikkomisesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi. Virkamies voidaan tuomita myös viralta pantavaksi, jos rikos osoittaa hänet ilmeisen sopimattomaksi tehtäväänsä. Huolimattomuudesta tehtynä tuomitaan *tuottamuksellisesta virkasalaisuuden rikkomisesta* sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.

[245] Ks. Viljanen: Virkarikokset ja julkisyhteisön työntekijän rikokset, s. 223–225 ja 253–254, RL 30:5 ja 30:6 verrattuna RL 40:5.

[246] RL 38:1, jonka mukaan se joka laissa tai asetuksessa säädetyn taikka viranomaisen lain nojalla erikseen määräämän salassapitovelvollisuuden vastaisesti paljastaa salassa pidettävän seikan, josta hän on asemassaan, toimessaan tai tehtävää suorittaessaan saanut tiedon, taikka käyttää tällaista salaisuutta omaksi tai toisen hyödyksi, on tuomittava, jollei teko ole rangaistava 40 luvun 5 §:n mukaan, *salassapitorikoksesta* sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi. RL 38:2:n mukaan, jos salassapitorikos, huomioon ottaen teon merkitys yksityisyyden tai luottamuksellisuuden suojan kannalta taikka muut rikokseen liittyvät seikat, on kokonaisuutena arvostellen vähäinen, rikoksentekijä on tuomittava *salassapitorikkomuksesta* sakkoon.

[247] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Elinkeinorikokset ja Virkarikokset jne.), s. 1044–1050 ja 1286–1291; Viljanen: Virkarikokset ja julkisyhteisön työntekijän rikokset, s. 272 ss; Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 308–309.

Jos edellä mainittujen yrityssalaisuutta ja virkasalaisuutta koskevien rikossäännösten suojeluobjekteja tarkastellaan sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn teorioiden näkökulmasta, voidaan havaita, että niiden suojassa on kyse yrityksen tai henkilön suojelemisesta vahingoittamistarkoitukselta ja toisaalta informaation suojelusta yhtiölle tai henkilölle kuuluvana omaisuutena. Tämän omaisuuden käyttöön on yhtiöllä tai henkilöllä myös yksinomainen oikeus ja sen "anastaminen" on kiellettyä. Mainittujen rikostunnusmerkistöjen suojeluobjektit näyttävät lisäksi olevan vähemmän abstrakteja kuin sisäpiirintiedon väärinkäytön, jota koskeva säännös suojaa luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen.[248]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön törkeä tekomuoto edellyttää yhtenä vaihtoehtona erityisen vastuullisen aseman hyväksikäyttöä. Julkisyhteisöjen palveluksessa oleviin ei erityisen vastuullisen aseman hyväksikäyttöä koskevaa ankaroittamisperustetta voida kuitenkaan soveltaa, koska heitä ei säännöksessä mainita ja säännös on tyhjentävä. Asemaan perustuva sisäpiirintiedon väärinkäyttö merkitsee yleensä säännönmukaisesti myös virkavelvollisuuden vastaista menettelyä, joten tekoon voidaan soveltaa rikoslain virkarikossäännöksiä.[249]

Sisäpiirintiedon hyväksikäyttöä on joskus verrattu myös varkauteen ja kavallukseen. Varkauden osalta kyse olisi tilanteesta, jossa henkilö "anastaa" sisäpiirintietoa ja käyttää sitä luvatta hyväkseen.[250] Vastaavalla perusteella sisäpiirikauppaa voidaan verrata myös kavallukseen, jolloin anastamisen sijasta henkilö on laillisesti saanut haltuunsa luottamuksellista tietoa, jota hän sitten luvatta hyödyntää arvopaperikaupoissaan.[251] Muuten nämä traditionaaliset rikokset poikkeavat sisäpiirintiedon väärinkäytöstä muun muassa siinä, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyen ongelmana on yleensä erottaa laiton toiminta laillisesta.

RL 30:11:n mukaan yrityssalaisuudella tarkoitetaan liike- tai ammattisalaisuutta taikka muuta vastaavaa elinkeinotoimintaa koskevaa tietoa, jonka elinkeinonharjoittaja pitää salassa ja jonka ilmaiseminen olisi omiaan aiheuttamaan taloudellista vahinkoa joko hänelle tai toiselle elinkeinonharjoittajalle, joka on uskonut tiedon hänelle.

[248] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Elinkeinorikokset ja Virkarikokset jne.), s. 1047–1049 ja 1287. Yrityssalaisuuksia koskevien säännösten tavoitteena on suojata tietojen luottamuksellisuutta ja estää muita käyttämästä niitä.

Ks. myös luvut II 2.2. Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn teoriat ja II 2.3.4. The misappropriation -teoria, joka käsittelee sisäpiirintietoon liittyvää omistusoikeus ajattelua.

[249] HE 254/1998 vp, s. 25–26.

[250] Ks. Euroopan Parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan luonnos suositukseksi toiseen käsittelyyn 9.9.2002 (markkinoiden väärinkäyttö, 9359/6/2002 – C5-0384/2002 – 2001/0118(COD)). Sisäpiirikauppa on kuin varkaus, jonkinlainen koko markkinat puhkaiseva sattumanvarainen pisto, joka rankaisee kaikkia markkinoilla rehellisesti toimivia, sekä pienosakkaita että ammattisijoittajia. Siksi on tarpeen ottaa käyttöön tehokkaita ja toimivia sanktioita tällaista toimintaa varten.

Ks. Yrityssalaisuuden ja anastuksen suhteesta esim. Nyblin: Yrityssalaisuuksille dokumenttisuoja? s. 81 ss; Viljanen: Vielä yritysvakoilusta ja yrityssalaisuuden rikkomisesta, s. 429–430.

[251] Ks. luku II 2.3.4. Tapauksessa United States v O'Hagan (521 U.S. 642, 1997) Yhdysvaltain korkein oikeus totesi yhtiön julkistamattoman, luottamuksellisen tiedon väärinkäytön täyttävän sellaisen petoksen tunnusmerkistön, joka on sukua kavallukselle.

3.3.2 Rikoksen rakenne

Rikoksen rakenne on perinteisesti jaettu kolmeen osaan. Rikos on ymmärretty tunnusmerkistön mukaisena, oikeudenvastaisena ja syyllisyyttä osoittavana inhimillisenä tekona.[252] Tälle rakennemallille on alkuaan ollut tunnusomaista se, että siinä erotetaan toisistaan rikoksen ulkoinen eli objektiivinen ja sisäinen eli subjektiivinen puoli. Ulkoinen puoli tarkoittaa havainnoitavaa rikostekoa ja sitä vastaa rikoksen rakenteen tunnusmerkistön mukaisuus ja oikeudenvastaisuus. Tunnusmerkistön mukaisuus koostuu sellaisista osista kuin tekijä, tekotapa, seuraus, syy-yhteys ja teon huolimattomuus. Oikeudenvastaisuudesta taas käytetään muodollista käsitettä, joka tarkoittaa sitä, että tunnusmerkistön mukainen teko on aina myös oikeudenvastainen, ellei käsillä ole jotain oikeuttamisperustetta kuten esimerkiksi hätävarjelutilannetta tai pakkotilaa. Rikoksen sisäinen puoli liitetään tekijäpsykologisiin ilmiöihin, joita käsitellään syyllisyyden yhteydessä. Nämä rangaistaviksi ymmärretyt subjektiiviset tahdonsuuntaukset on jaettu syyntakeisuuteen, johon kuuluvat täysikäisyys ja henkinen normaalius sekä syyksiluettavuuteen, joka sisältää tahallisuuden ja tuottamuksen. Lisäksi syyllisyyteen kuuluvat anteeksiantoperusteina muun muassa hätävarjelun liioittelu ja eräät pakkotilateot.[253]

Näissä rikosoikeudellisen vastuun yleisissä edellytyksissä tunnusmerkistön mukaisuudessa on kyse siitä, oliko teko yleisesti ottaen kielletty. Oikeudenvastaisuudessa taas kysytään sitä, oliko teko kielletty myös kyseessä olevissa konkreettisissa olosuhteissa. Mikäli teko täyttää molemmat edellä mainitut kriteerit eli se on ollut sekä yleisesti ottaen että konkreettisissa olosuhteissa kielletty, voi syyllisyys siitä huolimatta jäädä pois, jos tekijältä ei voitu kohtuudella edellyttää toisenlaista suhtautumista.[254] Mitä varhaisempaan vaiheeseen vastuusta vapautuminen perustuu, sitä ehdottomampaa se on[255].

Perinteistä rikoksen rakennetta on kritisoitu lähinnä sen johdosta, että tunnusmerkistön mukaisuus ei aina ole objektiivista eikä syyllisyys ole aina sub-

---

[252] Ks. HE 44/2002 vp, s. 9. Rikosoikeuden yleisiä oppeja koskevan lakiehdotuksen heijastama käsitteistö on sijoitettavissa tähän perussysteemiin, mutta säännökset ovat ymmärrettävissä ja tulkittavissa myös tätä rakenneratkaisua tuntematta. Lakiteknisesti rikoksen rakenteen kolmijakoa tärkeämpi onkin erottelu vastuun edellytysten ja vastuuvapausperusteitten välillä.

[253] Ks. keskustelua rikoksen rakenteesta esim. Frände: Allmän straffrätt; Koskinen: Rikosoikeus; Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet); Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus; Jareborg: Straffrättens ansvarslära.

Ks. Lahti: Mitä uutta rikosoikeustieteessä ja rikosoikeuden yleisissä opeissa, s. 201. Tämä jaottelu perustuu 1800-luvun puolella käytyyn saksalaiseen keskusteluun rikosoikeuden yleisistä opeista ja se vahvistui rikosvastuun yleisten edellytysten luokitteluksi Suomessa jo viime vuosisadan alkupuolella.

[254] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 179.

[255] Lappi-Seppälä: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 198; Nuutila: Viisi teesiä rikosoikeuden yleisten oppien muutoksista, s. 68.

jektiivista. Esimerkiksi varkauden tunnusmerkistöön kuuluu yhtenä osana anastustahto, joka on perinteisessä jaottelussa kuulunut subjektiiviseen eli rikoksen sisäiseen puoleen, vaikka sen perusteella ratkeaakin rikoksen objektiivinen tunnusmerkistön mukaisuus.[256]

Asian johdosta on myöhemmin kirjallisuudessa kehitelty ero kahden eri arvosteluperustan mukaan. Rikoksen tunnusmerkistön mukaisuus ja oikeudenvastaisuus arvioitiin teon sosiaalisen vahingollisuuden perusteella ja syyllisyyden perustaksi muodostui tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuus. Tämä ajattelumalli saattaa johtaa siihen, että tunnusmerkistön mukaisuudella ja oikeudenvastaisuudella ei tosiasiassa nähtäisikään mitään olennaista eroa. Jako tehtäisiinkin vain kahteen osaan kolmen sijasta. Ensimmäiseen osaan kuuluisi tunnusmerkistön mukaisuus, johon oikeudenvastaisuus sisältyisi, ja toiseen osaan syyllisyys. Tätä mallia on käytetty useissa Keski-Euroopan maiden yleisten oppien esityksissä.[257]

Siitä huolimatta, että tunnusmerkistön mukaisuuden ja oikeudenvastaisuuden välinen ero ei ole täysin selkeä, on niiden eroa luonnehdittu siten, että tunnusmerkistön mukaisuudella tyydytetään laillisuusperiaatteen vaatimukset[258] ja oikeudenvastaisuudella ja siihen liittyvillä oikeuttamisperusteilla tuodaan esiin rikosoikeuden rooli sosiaalisen konfliktin ratkaisijana. Oppi teon huolimattomuudesta saattaa siirtää monia kysymyksiä oikeudenvastaisuustasolta tunnusmerkistön mukaisuuden tasolle[259]. Joissain tapauksissa on luontevampaa katsoa, ettei teko vallitsevissa olosuhteissa vastaa tunnusmerkistön mukaista vääryystyyppiä, kuin etsiä perustetta vastuuvapauteen osin vaikeasti hahmotettavasta oikeuttamisperusteita koskevasta opista.[260]

---

[256] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 178.

Vrt. Lehtonen: Verorikoksista, s. 166. Lehtonen on kavallusta arvioidessaan katsonut, että anastamistarkoitus on teon objektiiviselle puolelle, oikeudenvastaisuuteen, kuuluva subjektiivinen tunnusmerkki.

[257] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 178–183; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 80–86.

[258] Ks. Koskinen: Rikosoikeus, s. 28. Laillisuusperiaate edellyttää, että rangaistavan vääryyden muodot on tyhjentävästi lueteltu yksittäisissä rikostunnusmerkistöissä (nullum crimen sine lege).

[259] Ks. Nuutila: Viisi teesiä rikosoikeuden yleisten oppien muutoksista, s. 67. Osa vastuuvapausperusteita koskevista kysymyksistä on alettu jäsentää systematiikan aikaisempaan vaiheeseen eli teon kiellettyyn luonteeseen.

Vrt. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 22–25. Jareborg katsoo teon huolimattomuuden kuuluvan rikoksen rakenteessa oikeudenvastaisuuden alaisuuteen, mutta toisaalta hän ei täysin selkeästi erottele teon tunnusmerkistön mukaisuutta ja oikeudenvastaisuutta.

[260] Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 106; Ks. Nuotio: Lainsäätäjä rikosoikeuden yleisten oppien parissa, s. 255–256, jonka mukaan oikeuttamisperusteet ymmärretään yhä useammin tunnusmerkistöntasoisiksi eikä yksinomaan erillisiksi oikeudenvastaisuuden poistaviksi perusteiksi. Tämänkaltaisesta lainsäädännön kehityksestä tulee paineita rikoslainopille, jonka pitäisi löytää selitys sille, miten esimerkiksi laillinen voimakeinojen käyttö oikein sulkee pois rikostunnusmerkistön toteutumisen, ellei kyse ole yksinomaan oikeuttamisperusteen tyyppisestä vaikutuksesta.

Tekijän tarkoitus kuuluisi rikoksen rakenteen perinteisessä jaottelussa syyllisyyden yhteyteen, jossa arvosteluperustana on tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuus. Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöön sisältyvä hyötymistarkoitus ei kuitenkaan itsessään suoraan osoita tekijän tahdonmuodostuksen moitittavuutta, koska hyötymistarkoitus on yleensä myös normaalin ja sallitun arvopaperikaupan motiivina. Hyötymistarkoitus on moitittavaa ainoastaan sisäpiirintiedosta tietoiselle. Koska sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö edellyttää lisäksi sekä tahalliselta että tuottamukselliselta teolta hyötymistarkoitusta, on hyötymistarkoitus tässä tutkimuksessa katsottu mahdolliseksi käsitellä perinteisestä rikoksen rakenteesta poiketen jo tunnusmerkistön mukaisuuden yhteydessä, sen subjektiivisena osana. Tunnusmerkistön mukaisuudessa nähtäisiin siten sekä objektiivisia että subjektiivisia tekijöitä. Tämä jaottelu on jossain määrin omiaan vähentämään samaan säännökseen sijoitettujen menettelyn tuottamuksellisuuden ja hyötymistarkoituksen välistä ristiriitaa. Syyllisyyden yhteydessä käsiteltynä hyötymistarkoitusedellytys näyttäytyisi lähinnä tahallisuusvaatimusta korottavalta tekijältä.[261]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyn sisäisessä systematiikassa voidaan käyttää ainakin kahta erilaista lähestymistapaa. Ensimmäisessä sääntelytavassa on kyse siitä, että sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön mukaisuuden täyttyminen perustuu lähtökohtaisesti objektiivisiin kriteereihin. Tällöin sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta ei edellytettäisi hyötymistarkoituksen tai tiedon hyväksikäytön toteennäyttämistä, vaan kyseessä olisi presumptio siitä, että kaupat on tehty aina sisäpiirintietoa hyödyntäen, jos henkilö oli tietoinen sisäpiirintiedosta kaupanteon hetkellä[262].

Tällaiseen lainsäädäntösystematiikkaan liittyy läheisesti niin sanotut turvasatamasäännökset, joiden tarkoitus on antaa ennakolta suojaa tilanteisiin, joissa kauppoja ei ole tehty säännöksen tarkoituksen vastaisesti, vaikka tunnusmerkistön mukaisuuden objektiiviset kriteerit täyttyisivätkin. Turvasatamasäännöksillä ehkäistään niitä kohtuuttomuuksia, joita pelkkien objektiivisten kriteerien soveltaminen saattaisi aiheuttaa. Rikoksen rakenteen kannalta arvioituna turvasatamasäännöksissä on kyse lähinnä seikoista, jotka poistavat tunnusmerkistön mukaisilta teoilta niiden kielletyn luonteen. Poissuljettua ei myöskään ole, että turvasatamasäännökset käsiteltäisiin oikeudenvastaisuuden yhteydessä eräänlaisina oikeuttamisperusteina.

---

[261] Ks. OLJ 3/1993, s. 32 ja 38. Rikoslakiprojektin ehdotuksessa arvopaperimarkkinarikoksiksi esitettiinkin erillistä säännöstä törkeän tuottamukselliselle sisäpiirintiedon väärinkäytölle, koska siten olisi vältetty nykyinen samaan säännökseen sijoitettujen menettelyn tuottamuksellisuuden ja hyötymistarkoituksen välinen ristiriita.

[262] Ks. esim. SEC: Selective Disclosure and Insider Trading, 17 CFR Rule § 240.10b5–1, s. 14 ja 26; Ruotsin Insiderstrafflag (2000:1086) 2 ja 8 §.

Toisessa sääntelyvaihtoehdossa tunnusmerkistön mukaisuuden objektiiviset ja subjektiiviset kriteerit on määritelty säännöksessä. Molemmat kriteerit on näytettävä toteen, ennen kuin teko voidaan katsoa täyttyneeksi. Sen johdosta turvasatamasäännökset eivät ole välttämättömiä tämän systematiikan kannalta, vaikka niitä joskus on sääntelyn selkeyttämiseksi liitetty myös tähän systematiikkaan. Esimerkkinä tällaisesta yhdistelmäsysteemistä on uusi markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi,[263] joka sisältää joitain turvasatamasäännöksiä, vaikka se samalla edellyttää sisäpiirintiedon käyttämistä eli tunnusmerkistön mukaisuuden subjektiivisen elementin täyttymistä.

3.4 RIKOSSÄÄNNÖSTEN TULKINTA

3.4.1 Laillisuusperiaate

Normitulkinnassa on rikossäännösten kohdalla noudatettava erityisiä rikosoikeudellisia tulkintasääntöjä. Rikosoikeudessa kirjoitetun lain asema on hyvin vahva. Laintulkintaperiaatteet ovat rikosoikeuden alalla tiukemmat kuin muilla oikeudenaloilla. Laillisuusperiaate määrittää rikosoikeudessa yhtä hyvin huomioon otettavat oikeuslähteet kuin laintulkintaopinkin.[264] Rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen[265] mukaan sekä lain- että oikeusanalogia on kielletty syytetyn vahingoksi[266]. Laillisuusperiaate sisältää tärkeän erottelun laintulkintaan

---

[263] Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi (2003/6/EY).

[264] Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 21; Ks. Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1295 ja 1303. Oikeusvertailua rajoittaa lainkäytössä laillisuusperiaate, mutta tieteellisessä tutkimustyössä laillisuusperiaatteen rajoitukset ovat huomattavasti väljempiä. Lähteiden käyttö on vapaampaa myös silloin, kun tarkoitus ei ole löytää voimassaolevan oikeuden todennäköisintä ratkaisua vaan paras mahdollinen tulkinta.

[265] Ks. perustuslain 8 § rikosoikeudellinen laillisuusperiaate: "Ketään ei saa pitää syyllisenä rikokseen eikä tuomita rangaistukseen sellaisen teon perusteella, jota ei tekohetkellä ole laissa säädetty rangaistavaksi. Rikoksesta ei saa tuomita ankarampaa rangaistusta kuin tekohetkellä on laissa säädetty."

Ks. HE 44/2002 vp, s. 32. RL 3:1 (laillisuusperiaate) vastaa asiallisesti perustuslain 8 §:ää. Erona on, että rikoslakiin otetussa säännöksessä korostetaan analogiakieltoa sekä lain ja tunnusmerkistön täsmällisyysvaatimusta. Täsmällisyysvaatimusta on korostettu rikosoikeudessa nimenomaan oikeusturvasyistä.

Ks. PeVL 31/2002 vp, jossa perustuslakivaliokunta korosti täsmällisyysvaatimuksen olevan rikosoikeudellisen laillisuusperiaatteen olennainen osa.

[266] Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 77–78. Analogia on totuttu jakamaan kahteen eri tyyppiin. Lainanalogialla tarkoitetaan jonkin säännöksen soveltamista tapaukseen, jota säännös ei sinänsä koske, mutta joka on rinnastettavissa säännöksen soveltamispiiriin kuuluvaan tapaukseen. Oikeusanalogialla tarkoitetaan ratkaistavana olevan tapauksen vertaamista useampaan säännökseen ja niiden soveltamistilanteissa noudatettaviin periaatteisiin. Jos yhtäläisyydet ovat riittäviä, voidaan ratkaisuperusteeksi hyväksyä tätä kautta johdettu oikeusperiaate tai oikeussääntö.

ja lainanalogiaan. Analogiakielto syytetyn vahingoksi ei kuitenkaan sinänsä estä rikossäännöksen tulkintaa, vaan ongelma onkin lähinnä siinä, miten erottaa toisistaan kielletty analogia ja sallittu tulkinta. Tulkinnasta analogian vastakohtana on kysymys, kun merkityssisältö vahvistetaan lain sanamuodon rajoissa.[267]

> Laillisuusperiaate asettaa lainsoveltajalle suunnattuna kirjoitetun lain vaatimuksen eli praeter legem -kiellon, jonka mukaan tuomari ei saa mennä lain ulkopuolelle. Tämä laillisuusperiaatteen ydinsisältö – nullum crimen, nulla poena sine lege scripta – merkitsee, että tuomarin on perustettava toimintansa lainsäätäjän tekemiin ratkaisuihin. Vain laissa säädetystä rikoksesta saa tuomita vain laissa määrättyyn rangaistukseen. Tuomarille on suunnattu myös analogiakielto. Lainkäyttäjä ei saa syytetyn vahingoksi täydentää lakia analogiapäätelmään turvautumalla (nullum crimen, nulla poena sine lege stricta). Kummassakin lainsoveltajalle suunnatussa periaatteessa on kyse samasta ulottuvuudesta: vaatimuksesta sitoa lainkäyttöpäätökset rikoslain kirjaimeen. Laillisuusperiaatteen alaperiaatteet ovat, paitsi toisiaan täydentäviä, myös osaksi päällekkäisiä. Esimerkiksi analogiakieltoa rikkovan lainkäyttäjän voi samalla sanoa menevän kirjoitetun lain ulkopuolelle ja rikkovan siis myös praeter legem -kieltoa vastaan.[268]

Oikeuslähteitä ovat laki, maantapa, lain esityöt, tuomioistuinratkaisut, oikeustiede, yleiset oikeusperiaatteet, moraaliperiaatteet ja reaaliset argumentit. Oikeuslähteet voidaan Aarnion esittämin tavoin jakaa arvovaltaperusteisiin ja aineellisperusteisiin sekä ne edelleen vahvasti velvoittaviin, heikosti velvoittaviin ja sallittuihin oikeuslähteisiin. Vahvasti ja heikosti velvoittavuus samoin kuin oikeuslähteen käytön sallittavuus koskevat ennen kaikkea tuomarin ja hallinnollisen lainkäyttöelimen käytännön toimintaa. Kysymys on toisin sanoen lainkäyttöjärjestelmän pelisäännöistä eli siitä, millaisten oikeuslähteiden nojalla yhtäältä vältetään virkavirhe ja toisaalta turvataan ratkaisun pysyvyys.[269]

> Vahvasti velvoittavat (pakolliset) oikeuslähteet ovat sellaisia, joihin pitää vedota virkavastuun uhalla. Heikosti velvoittaviin oikeuslähteisiin pitäisi vedota. Ellei niihin vedota, on tulkitsijan esitettävä menettelylleen perustelut. Sallittuihin oikeuslähteisiin saa vedota. Sallituilla oikeuslähteillä on usein vahva tosiasiallinen teho, mutta niitä ei kuitenkaan tarvitse käyttää argumentaatiossa eikä niiden sivuuttaminen tuo mukanaan erityisvelvoitteita.

---

[267] Ks. HE 44/2002 vp, s. 34.
Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 67. Laillisuusperiaatteen mukainen analogiakielto edellyttää lainkäyttäjän pitäytyvän lain sanamuodon rajoissa silloinkin, kun lainsäädännön tavoitteet näyttäisivät edellyttävän lainanalogista tulkintaa syytetyn vahingoksi.

[268] HE 44/2002 vp, s. 29–30; Lahti: Perusoikeusuudistus ja rikosoikeus, s. 933; Frände: Allmän straffrätt, s. 42 ss; Melander: Kriminalisointiperiaatteet ja perusoikeuksien rajoitusedellytykset, s. 939–943.

[269] Ks. Aarnio: Oikeussäännösten tulkinnasta, s. 93 ss; Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 220–222 ja 254–256. Oikeuslähteistä neljä ensimmäistä nousee Aarnion mukaan ylitse muiden.

Laillisuusperiaatteeseen on katsottu kuuluvan myös vaatimus tulkinnan pitäytymisestä tiettyihin oikeuslähteisiin, millä on tarkoitettu sitä, että tulkinnassa on luvallista käyttää vain juridisia argumentteja. Tulkinta-aineistona on suppeassa merkityksessä luvallista käyttää lain lisäksi lähinnä vain lain esitöitä, oikeuskäytäntöä ja tavanomaista oikeutta[270]. Tällaisella tulkintalähteiden rajaamisella joudutaan kuitenkin ongelmiin sellaisissa tilanteissa, joissa lainsoveltajalla on harkintavaltaa. Harkintavallan laajuus riippuu taas siitä, kuinka sisällöllisesti avoimia tai epäselviä ilmaisuja tunnusmerkistöön kuuluu. Erityisesti avoimien tunnusmerkistöjen kohdalla tulisi ennemmin kiinnittää huomiota siihen, miten käytössä olevaa laajaa tulkinta-aineistoa käytetään kuin siihen, että vaadittaisiin pitäytymistä suppeassa tulkinta-aineistossa. Tämä siirtäisi vaatimuksen tulkinnan perusteiden ennakoitavuudesta ja kontrolloitavuudesta oikeuslähteiden tasolta niiden tulkinnan tasolle.[271]

Rikosoikeudessa lähtökohtana on kirjoitetun, voimassaolevan lain velvoittavuus. Rikossäännöksissä voi olla viittauksia aineelliseen lainsäädäntöön, legaalimääritelmiä sekä varsinkin avoimien tunnusmerkistöjen osalta lain esitöissä kuvauksia säännöksessä käytettyjen käsitteiden sisällöstä. Jos säännöksissä olevien käsitteiden sisällön normatiivinen kuvaus on vähäistä, jää laintulkitsijan tehtäväksi niiden sisällön selvittäminen. Tällöin tulkintaratkaisuun vaikuttavat tulkitsijan omat arvostukset, oikeuslähteiden priorisoinnit sekä reaaliset argumentit, mutta tulkintalinjan vakiintuessa tulevat tuomioistuinratkaisut keskeisiksi tulkintaa ohjaaviksi oikeuslähteiksi.[272]

Laillisuusperiaatteen kannalta tarkasteltuna sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön avoimuus on jossain määrin ongelmallinen. Tämä avoimuus liittyy erityisesti tekijäpiirin määrittämiseen ja sisäpiirintiedon käsitteeseen. Hallituksen esityksessä todetaankin, että rikoksen tekijäpiirin laajuutta käytännössä voimakkaasti rajaavat rikoksen muut tunnusmerkit. Samoin sisäpiirintiedon käsitettä rajataan usealla tunnusmerkillä.[273]

3.4.2 Systematiikan merkitys laintulkinnassa

Rikosoikeudellinen systematiikka tarjoaa laintulkitsijalle mallin, jolla ratkaistavaa oikeusongelmaa voidaan lähestyä. Konkreettisen tapauksen ratkaisemista auttaa oikeudellisen materiaalin systematisointi ryhmiin, jolloin ei aina tarvitse

---

[270] Ks. Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 234–235; Aarnio: Laintulkinnan teoria, s. 218.

[271] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 72 ja 158, jonka mukaan voidaan puhua säännöksen aidosta tulkinnanvaraisuudesta vasta, kun lain sanamuoto, esityöt ja oikeuskäytäntö eivät anna selviä soveltamisohjeita.

[272] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 57.

[273] Ks. HE 254/1998 vp, s. 21 ja 33.

erikseen arvioida, millä tavalla ja missä järjestyksessä tapauksen jäsentäminen olisi hoidettava.[274] Ratkaisija säästyy systematiikan ansiosta turhalta työltä, sillä jos esimerkiksi teon tunnusmerkistö ei täyty, ei kyseessä ole rikos eikä tämän jälkeen ole enää tarvetta pohtia syyllisyyttä. Rikoksen rakenne on tarkoituksenmukainen malli juuri siinä mielessä, että rangaistusvastuun toteutumisen edellytyksiä voidaan arvioida vaiheittain.[275] Systematiikasta ja rikoksen rakenteesta johdetut ratkaisut eivät kuitenkaan aina riittävän hyvin käsittele yksittäisten tapausten relevantteja olosuhteita, vaan niissä saatetaan jättää tapaukselle tyypilliset erityispiirteet huomioon ottamatta. Parhaimmillaan systematiikka tuottaa sisällöllisesti hyväksyttäviä ratkaisuja, mutta erityisesti muodollinen oikeusturva eli ratkaisujen ennakoitavuus toteutuu hyvin systematiikan avulla.[276]

Rikoslainopin on oltava rakenteellisesti ja systemaattisesti johdonmukaista, mutta sen on myös oltava kriminaalipoliittisesti ja oikeudenmukaisuusperiaatteiden valossa perusteltua. Systematiikan mukaisen ajattelun ja avoimen argumentaation parhaat puolet onkin pyritty yhdistämään modernissa rikoslainopissa, jonka sovelluksena voidaan pitää kriminaalipoliittisesti suuntautunutta lainoppia. Kriminaalipoliittisesti suuntautuneessa lainopissa tulkintakannanotot nojaavat kriminaalipoliittisiin tavoite- ja arvopäämääriin, mikä käytännössä tarkoittaa sitä, että tunnusmerkistöjä tulkitaan säännösten suojeluobjektien ja tavoitteiden näkökulmasta.[277] Tätä tavoitteisiin ja arvoihin pohjautuvaa tulkintaa rajoittaa kuitenkin rikosoikeudessa vahvana esiintyvät laillisuus- ja syyllisyysperiaatteet, joiden määrittämien rajojen yli ei voida mennä.

3.4.3 Teleologinen laintulkinta

Rikosoikeuden niillä alueilla, joissa sääntely perustuu avoimiin tunnusmerkistöihin ja joissa tulkinnalle on jäänyt suhteellisen paljon tilaa lainsoveltamis-

---

[274] Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 109. Systemaattisessa tulkinnassa tulkinnan kohteella on jokin tehtävä tekstin järjestetyssä systeemissä.

[275] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosoikeustutkimus, kriminaalipoliittinen orientaatio – ja metodi, s. 198. Rikoksen rakenne toimii tuomarin ratkaisutoimintaa ohjaavana välineenä. Se auttaa näkemään kokonaisuuden ja sen osien suhteet.

[276] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 103–105; Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 53–54.

[277] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 54.
Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 11–12. Vanhemmassa rikoslainopissa uskottiin systematiikan voimaan ja systemaattisin perustein annettuihin tulkintasuosituksiin. Uudemmassa rikoslainopissa saattaa korostua enemmän ongelmien kriminaalipoliittisen perustan jäsentäminen.

Ks. myös Backman: Oikeustiede yhteiskuntatieteenä, s. 149, jonka mukaan nykyajan ilmiöitä, joihin traditionaalinen rikoslainoppi sellaisenaan ei kykene vastaamaan, ovat muun muassa moderni talousrikollisuus, rikollisuuden organisoituminen ja kansainvälistyminen.

tilanteissa, on objektiivisen teleologisen laintulkinnan merkitys kasvanut.[278] Teleologisessa tulkinnassa annetaan painoarvoa oikeusperiaatteille ja reaalisille argumenteille. Kriminalisointiperiaatteita ja perusoikeuslähtöistä teleologista argumentaatiota voidaan hyödyntää dynaamisina rikoslainkäyttöä ja rikoslain erityisen osan tulkintaa ohjaavina apuvälineinä muun muassa teon tunnusmerkistön mukaisuuden arvioinnissa.[279] Rikosoikeuden sisäisessä käytössä kriminalisointiperiaatteet voivat olla apuna laintulkinnassa kuitenkin vain, jos niiden avulla voidaan selvittää kriminalisoinnin sisältöä.[280]

Teleologisessa tulkinnassa tulkitsija pyrkii selvittämään säännöksen edistämiä tavoitteita sekä sitä, miten erilaiset soveltamisratkaisut seurausvaikutuksineen toteuttaisivat näitä tavoitteita. Säännöksen tulkitsija valitsee ratkaisuvaihtoehdon, joka seuraukseltaan vastaa parhaiten säännöksen tavoitteita.[281] Säännöksen tavoitteet voidaan käsittää suppeasti siten, että ne ovat vain kyseisen säännöksen tavoitteita, jos ne ovat erikseen osoitettavissa tai toisaalta siten, että ne ovat osa asianomaisen oikeudenalan ja yhteiskuntapolitiikan lohkon muodostamaa kokonaisuutta. Tällöin otetaan huomioon säännöksen suhde muihin samaa tavoitetta toteuttaviin rinnakkais- ja lähisäännöksiin sekä asianomaisella oikeudenalalla vallitseviin sääntöihin ja periaatteisiin. Annettaessa kaikkein laajin merkitys säännöksen tavoitteille on tavoitteet suhteutettava oikeusjärjestyksen ja myös yhteiskuntapolitiikan päämääriin.[282]

---

[278] Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 108. Jareborg jakaa objektiivisen tulkinnan kahteen osaan; puhtaasti kielelliseen tulkintaan, jossa apuvälineinä ovat muun muassa sanakirjat ja kielioppi sekä kontekstiin liittyvään tulkintaan, jossa on kyse kielellisistä ja ei-kielellisistä yhteyksistä.

Ks. Viljanen: Virkarikokset ja julkisyhteisön työntekijän rikokset, s. 3. Objektiivisessa tulkinnassa lähdetään siitä, että lakiteksti on muotoiltu rationaalisesti, jolloin sellaiset tulkintavaihtoehdot hylätään, jotka tekisivät jonkin osan lakitekstistä tarpeettomaksi tai epäjohdonmukaisuuksia sisältäväksi.

[279] Ks. Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 99; Tapani: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa, s. 941–942.

Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 119. Rikoslainopin tulkintatehtävän voidaan sanoa jopa edellyttävän teleologis-kriminaalipoliittista systematisointia ja tulkintaa.

[280] Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 34 ja 538.

[281] Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 509, jonka mukaan soveltamistilanteessa oikeushyväulottuvuus antaa viitteitä siitä, mitä käyttäytymismuotoja tunnusmerkistön on katsottu tarkoittavan kattaa.

Ks. Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 247, jonka mukaan teleologinen tulkinta-asenne ei välttämättä tee ratkaisuun päätymistä helpommaksi, mutta se antaa kuitenkin hyvät takeet siitä, että rikoslainoppi ja rikoslainkäyttö ovat myös kriminaalipoliittisesti kestävällä pohjalla.

[282] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 54–55.

Ks. Lahti: Rikollisuus tutkimuksen ja päätöksenteon kohteena, s. 515, jonka mukaan yksittäisen säännöksen tavoitteen lisäksi tulisi aina ottaa huomioon myös yleisemmät kriminaalipoliittiset tavoitteet.

3.4.4 Tyyppitapausajattelu

Tyyppitapausajattelu lähtee liikkeelle siitä, että tunnusmerkistötekijä ei voi koskaan olla sellaisenaan selvillä, vaan se voidaan konkretisoida vasta tulkintaprosessissa. Hermeneuttisesti tarkasteltuna rikosoikeuden tunnusmerkistöt ovat tyyppejä, joita lähestytään konkreettisten soveltamistilanteiden näkökulmasta. Tyyppitapausajattelua oikeudellisen ratkaisutoiminnan alueelle sovellettuna tyypin käsitteellä voidaan oikeusharkinta ja tosiasiaharkinta kytkeä toisiinsa. Tyyppi välittää tulkintaprosessissa yleistä ja yksittäistä, abstraktia ja konkreettista, arvoja ja todellisuutta sekä normeja ja tosiseikastoa. Rikosoikeudellisessa hermeneutiikassa tyypin keskeisyys johtuu siitä, että tyyppi on oikeusidean ja elämän tosiseikkojen välissä. Tyyppi on se keskus, jonka ympärillä oikeusajattelu kiertää. Ajatus tyypillisestä tapauksesta abstrahoi tosiasiamaailman tapahtumia ja tekee mahdolliseksi teonkuvauksen muotoilemisen. Ongelmallista tapausta verrataan niihin tapauksiin, joihin lain soveltamisalan ydin tyypillisesti ulottuu. Tyypittely siis kuvaa asioita termeillä enemmän tai vähemmän ja siinä on aina kyse jonkinasteisesta yksinkertaistamisesta.[283]

Tyyppitapausajattelu rakentuu normin konkretisoinnista, jossa objektiivisen teleologisen tulkinnan avulla pyritään saamaan esille normin soveltamisalan tyypillinen ydinalue kyseisessä toimintaympäristössä eli tyyppirikos. Toisaalta abstrahoidaan tosiseikasto tuomalla esille ratkaistavana olevaan tapaukseen liittyvät relevantit seikat, jolloin voidaan verrata toimintaympäristössä tyypillisen tapauksen tosiseikastoa ratkaistavana olevan tapauksen tosiseikkoihin. Lopullinen tulkintaratkaisu perustuu siihen, onko tapaus tyypiltään normissa tarkoitetun kaltainen vai ei. Käytännössä tyyppitapausajattelussa keskeisessä asemassa ovat tuomioistuinratkaisut, joiden avulla tyyppejä voidaan parhaiten muodostaa. Oikeuskäytännön kautta luotujen tyyppien analogisella soveltamisella voidaan saavuttaa se systeeminyhteys, joka erityisesti sisällöllisesti avoimilta rikossäännöksiltä ehkä puuttuu.[284] Oikeuskäytännön vähäisyys on rikostunnusmerkistön ulottuvuuden tyypittelyn kannalta ongelmallista, koska dogmatiikan muodostus perustuu ratkaisujen tosiasiasisällön yleistämiseen, mikä taas edellyttää oikeuskäytännön tuottavan määrällisesti runsaasti ratkaisuja.[285]

---

[283] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 160–172; Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 219–221.

[284] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 102.
Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 165–169. Teleologisen laintulkinnan ydin voidaan ymmärtää myös tyyppitapausajattelun kautta, sillä teleologisuus ei tarkoita yksioikoista lain objektiivisten tavoitteiden tulkintaa, vaan abstraktis-määritelmällisten käsitteiden taustalla olevien tyyppien työstämistä. Ks. luku III 4, sisäpiirintiedon käsitteeseen kuuluvan olennaisuuskriteerin tyypillisestä esiintymisestä.

[285] Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 221; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 237.

3.4.5 Talousrikossäännösten avoimuus

Talousrikoksia koskevan sääntelyn erityisenä piirteenä on se, että säännökset ovat tyypillisesti sisällöllisesti avoimia, minkä johdosta ei yleensä ulkoisesti pystytä välittömästi toteamaan, onko jokin käyttäytyminen lain vastaista vai ei.[286] Tunnusmerkistöt eivät yksiselitteisesti määritä kaikkea rangaistavaa käyttäytymistä, vaan ainakin epävarmuusalueella vaaditaan tulkintaa.[287] Säännöstulkinta ei kuitenkaan ole mahdollista ennen kuin tosiseikastoa on riittävässä määrin selvitetty, ja koska tosiseikasto itsessään on usein epäselvä, tarvitaan myös sen selvittämiseksi tulkintaa. Vasta tosiseikaston tulkinnan kautta voidaan päästä rikossäännöksen sisällön tulkintaan. Normitulkinta pohjautuu faktapremissiin, joka on rakennettava tosiseikastosta normatiivisesti värittyneen tulkinnan kautta. Tästä seuraa, että normitulkinta ei voi olla hyväksyttävä, jos faktapremissiä ei hyväksytä.[288] Tulkintakannanotot voidaankin käytännössä rakentaa vain puolesta ja vastaan -argumentoinnille, jossa valinnat perustellaan rationaalisesti ja hyväksyttävästi.[289]

Avoimen sääntelyn lainsoveltajalle jättämä harkintavalta edellyttää tehokkaasti toimiakseen sitä, että tuota harkintavaltaa myös käytetään. Toisaalta oikeusturvaodotus vaatii sitä, että tällaisen avoimen sääntelyn tilanteissa harkintavallan käyttöä ohjataan ja valvotaan riittävästi. Tehokkain keino harkintavallan käytön valvomiseksi on se, että vaaditaan ratkaisuilta aiempaa yksityiskohtaisempaa perustelemista ja tehokkaampaa julkistamista. Myös oikeusturvan merkitys korostuu, koska tulkintaratkaisujen oikeellisuus on täysin niiden perustelujen vakuuttavuuden varassa. Siksi perustelujen vakuuttavuus edel-

---

[286] Ks. KM 1976:72, s. 50, jonka mukaan rangaistussäännöksestä voi olla aiheellista luopua, jos on erittäin vaikea laatia riittävän tarkkarajainen säännös.

[287] Ks. Salminen: Velallisen rikos, s. 54–55. Sääntelyn onnistuminen avointen tunnusmerkistöjen avulla riippuu viime kädessä siitä, miten kattavasti tuomioistuimet tulkitsevat säännöksiä. Sääntelytavan johdosta keskeinen tulkintavaihtoehto on objektiivinen teleologinen tulkintateoria.

Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 57–58. Jos lait ovat epäselviä ja vaikeita hyödyntää, on se aina puolustuksen etu. Lisäksi lakien epäselvyys on sisäpiirikaupan yhteydessä monilla tavoin vahingollista, eikä se ole omiaan lisäämään niiden yleisestävää vaikutusta.

Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 28–34. Rikossäännöksen on oltava riittävän tarkkarajainen tekijän ja teon yksilöimiseksi. Kielletyn menettelyn ja siitä uhkaavan rangaistuksen on oltava niin selvästi kuvattu, että rangaistavan teon luonne ja soveltamisala on tiedossa ja pystytään tulkinnalla vahvistamaan.

[288] Ks. Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 333. Oikeus ja tosiasiakysymykset kietouvat päätöksenteossa sekä teoriassa että käytännössä yhteen. Oikeudelliset arviontiongelmat korostuvat varsinkin silloin, kun faktapuoli on jäänyt joltain osin hämäräksi.

Ks. myös Klami – Rahikainen – Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 16. Todistusharkinta koskee jutun ratkaisun kannalta merkityksellisten tosiasioiden toteamiseen tähtäävää argumentaatioprosessia. Kysymys on ratkaisun pohjana olevia tosiasioita koskevista lausumista, faktapremisseistä, joiden merkitys riippuu ensisijaisesti oikeusnormeista.

[289] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 51–53.

lyttääkin erityisen huomion kiinnittämistä oikeuslähteisiin ja niiden käyttöön.[290]

Talousrikossäänteley on myös varsin kaukana rikosoikeuden ydinalueelta ja siksi riippuvainen käsitteistöstä ja traditiosta sillä oikeudenalalla, jonka alueella toimitaan.[291] Tekotapojen kuvauksen tulisikin tukeutua ympäröivään normistoon ja käsitteistöön, jotta rikosoikeudellinen ja siviilioikeudellinen oikeussuoja muodostaisivat toisiaan tukevan ja tulkintaa jäsentävän järjestelmän.[292] Talousrikosten osalta taloustiede voi auttaa tarkentamaan rikosoikeudessa käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä sekä selittämään ilmiöiden taloudellista taustaa. Kyse on tällöin lähinnä taloudellisessa ympäristössä tapahtuviin ilmiöihin liittyvästä tosiseikaston selvittämisestä. Taloustieteellinen argumentaatio saattaa olla käyttökelpoista ainakin silloin, jos hyväksytään lähtökohdaksi näkemys rikollisen vapaasta tahdosta ja oletetaan hänen käyttäytyvän taloustieteellisesti ajateltuna rationaalisesti eli noudattavan esimerkiksi kustannus–hyöty-ajattelua toiminnassaan,[293] kuten juuri sisäpiirintiedon väärinkäytössä usein oletetaan.[294]

Rikoslain sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva säännös (RL 51:1) osoittaa sisäpiirintiedon kielletyn käytön rajat arvopaperimarkkinalain sisällöstä riippumatta. Arvopaperimarkkinalaissa ja optiokauppalaissa sekä niitä koskevien hallituksen esitysten perusteluissa esitetyt näkökohdat luottamuksellisen yritystiedon kielletyn hyväksikäytön haitallisuudesta ja tarpeesta ehkäistä tällaista menettelyä on kuitenkin otettava huomioon säännöksen soveltamisessa. Määritelmäsäännöksestä (RL 51:6) ilmenee, että arvopaperimarkkinarikoksia koskevassa luvussa käytetään samaa arvopaperin käsitettä kuin arvopaperimarkkinalaissa ja että säännöksiä sovelletaan myös vakioituihin ja niihin rinnastettaviin johdannaisiin. Kaikkia muitakin RL 51 luvun säännöksissä käytettyjä arvopaperimarkkinoihin liittyviä käsitteitä on tarkoitettu tulkittavaksi vastaavalla tavalla kuin mainituissa laeissa. Vaikka säännös on laadittu itsenäisen rikossään-

---

[290] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 51–53 ja 72.

[291] Ks. Nuotio: Lainsäätäjä rikosoikeuden yleisten oppien parissa, s. 252–253. Rikosvastuun sisältö on yleensä haettava sellaisesta taustanormistosta, jota ei ole tarkoitettu palvelemaan yksinomaan rikosoikeudellista lainsoveltamista.

[292] Salminen: Velallisen rikos, s. 62.

[293] Ks. esim. Määttä: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 131. Rikoksella saavutettavissa oleva hyöty vaikuttaa luonnollisesti rikoksen houkuttelevuuteen. Eli mitä vähäisempi etu rikoksella on saavutettavissa, sitä vähäisempi houkutin rikokseen on olemassa, ja päinvastoin.

[294] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 66–67.

Ks. Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 101 ja 112. Säädeltäessä talouselämän toimintaa rikosoikeudellisin keinoin joudutaan väistämättä omaksumaan perinteiselle rikosoikeudelle vieraita käsitteitä, kehittämään yleisiä oppeja, joissa talouselämän erityispiirteitä kyetään ottamaan huomioon sekä jäsentämään uusia laintulkintaoppeja. Rikosoikeuden ei tulisi kuitenkaan esimerkiksi talouselämän rikosten sääntelyn yhteydessä luisua asiantuntijatieteeksi, jossa rangaistavuuden alan määrittelevät viime kädessä talouden asiantuntijat.

nöksen muotoon, sen tarkoituksena on tukea arvopaperimarkkinoiden toiminnalle näissä laeissa asetettuja tavoitteita.[295]

3.4.6 Direktiivien tulkintavaikutus

Direktiivit ovat luonteeltaan jäsenvaltioiden lainsäädännön lähentämisnormeja. Ne on osoitettu jäsenvaltioiden lainsäätäjille, joilla on velvollisuus panna direktiivit täytäntöön sisäisessä lainsäädännössään. Toteutuskeinot ja täytäntöönpanon muoto ovat jäsenvaltioiden valittavissa. Direktiiveillä ei siten ole tarkoitettu olevan suoraan lainsäädäntöä muuttavaa vaikutusta.[296] Niillä ei aseteta velvollisuuksia yksityisille henkilöille eikä niiden säännöksiin voida sellaisenaan vedota yksityistä henkilöä vastaan. Tästä johtuen direktiivi ei voi luoda rikosoikeudellista vastuuta tai laajentaa mahdollisesti jo olemassa olevaa vastuuta.[297] Jos direktiivi on asianmukaisesti toimeenpantu kansallisella säädöksellä, lakia soveltavien kansallisten viranomaisten ei tarvitse tutkia direktiiviä. Tosin sen arvioiminen, toteuttaako kansallinen säädös direktiiviä asianmukaisesti, voi tapahtua vain itse direktiivin perusteella.[298]

EY:n tuomioistuin on katsonut direktiiveillä olevan välittömiäkin oikeusvaikutuksia, jos ne ovat sanonnaltaan ja sisällöltään riittävän selviä ja ehdottomia. Direktiivien välitön oikeusvaikutus on kuitenkin luonteeltaan vertikaalista, joten riittävän selvyyden ja ehdottomuuden kriteerit täyttävään säännökseen voidaan vedota vain valtiota ja sen eri ilmentymiä vastaan.[299]

Kansallista lainsäädäntöä tulkittaessa joudutaan ottamaan huomioon myös EU:n kyseistä asiaa koskeva lainsäädäntö.[300] Direktiivien tulkintavaikutuksella tarkoitetaan sitä, että jäsenvaltion tuomioistuimilla ja muilla viranomaisilla on velvollisuus tulkita kansallista oikeutta niin pitkälle kuin mahdollista direktiivin sanamuodon ja tarkoituksen mukaisesti[301]. Normiharmoniaa tavoitteleva laintulkinta on ensisijainen tapa ratkaista kansallisen oikeuden ja EU-oikeuden välinen

---

[295] HE 254/1998 vp, s. 20; Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 525–526; Reed: Straffbar innsidehandel, s. 295, joka toteaa sisäpiirisäännöksessä olevan paljon epäselviä ja ratkaisemattomia kysymyksiä, jotka vaativat tulkintaa.

[296] Joutsamo-Aalto-Kaila-Maunu: Eurooppaoikeus, s. 68; Eerola-Mylly-Saarinen: EU-oikeuden perusteet, s. 81.

[297] Nuotio: Rikosoikeus (Kansainvälinen ja eurooppalainen rikosoikeus), s. 161; Ks. myös Asp: EU & Straffrätten, s. 224–226.

[298] Corstens–Pradel: European Criminal Law, s. 525–526; Ojanen: EY-oikeus jäsenvaltiossa, s. 102.

[299] Eerola-Mylly-Saarinen: EU-oikeuden perusteet, s. 82 ja 125.

[300] Ks. Mikkola: Oikeusvertailun merkitys kansallisten yksityisoikeudellisten normien tulkinnassa, s. 4, jonka mukaan kansallista lainsäädäntöä tulkitaan kahdella eri tavalla siitä riippuen, onko se peräisin kansalliselta lainsäätäjältä vai onko säännöksen alkuperä EU-oikeudellisessa normistossa.

[301] Ks. Nuotio: Rikosoikeus (Kansainvälinen ja eurooppalainen rikosoikeus), s. 161. Kansallinen tuomioistuin soveltaa aina kansallista rikoslakia, vaikka joutuukin sitä tulkitessaan ottamaan huomioon yhteisön oikeuden vaikutuksen.

ristiriita. Konfliktitilanteessa EU-oikeuden normilla on etusija ja se tulee sovellettavaksi kansallisen normin sijaan. EU-oikeuden tulkintavaikutus ja merkitys riippuvat kansallisen oikeuden sisällöstä. Mitä epämääräisempi kansallinen säännös on, sitä suuremmaksi EU-oikeuden tulkintavaikutus saattaa muodostua.[302] Tulkintavaikutuksen soveltamisala rajoittuu periaatteessa tilanteisiin, joissa EU-oikeus ei ole välittömästi vaikuttava tai ei muuten sovellu sellaisenaan oikeudellisen ratkaisun perustaksi[303]. Kansalliset tuomioistuimet ratkaisevat viime kädessä, onko kansallista oikeutta mahdollista tulkita direktiivin mukaisesti.[304]

Oikeuslähteenä direktiivejä voidaan käyttää samalla tavoin kuin hallituksen esityksiä. Direktiivien asema oikeuslähteenä on merkityksellinen erityisesti silloin, kun ne eivät ole pelkästään vähimmäissääntelyä vaan myös enimmäissääntelyä. Direktiivin voimaantulon jälkeen ei ole myöskään mahdollista enää pohtia sääntelyn tarpeellisuutta.

Timosen mukaan direktiiviin perustuvan lain tulkintaa koskevia kysymyksiä voidaan laittaa järjestykseen esimerkiksi seuraavasti:[305]
- Minkälaisia tulkintavaihtoehtoja laki antaa?
- Mitkä niistä ovat direktiivissä esitetyn tavoitteen mukaisia?
- Mikä direktiivin mukaisista tulkinnoista olisi paras tulkinta?
- Jos laki näyttää olevan ristiriidassa direktiivin kanssa, voidaanko ristiriita poistaa tulkinnallisin keinoin?
- Jos ristiriitaa ei voida poistaa tulkinnalla, miten asia on direktiivin mukaan ratkaistava?

3.5 TODISTUSHARKINTA

Todistusharkintaa koskevilla seikoilla on sijansa tutkimuksen kuudennessa luvussa, jossa paneudutaan arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan kaupankäynnin valvontaan ja sisäpiiririkosten tutkintaan. Luvun tarkoituksena on kuvata sisäpiiririkosten tutkinnassa käytettäviä keinoja ja menetelmiä sekä yleensä sitä prosessia, jolla sisäpiiririkoksia yritetään havaita ja selvittää. Prosessin kuvauksen avulla pyritään löytämään sellaisia toimenpiteitä, jotka olisivat tarpeen rikosten selvittämiseksi. Tutkinnan kuluessa joudutaan jo alustavasti pohtimaan

---

Ks. myös Hahto: Rikosoikeustiede ja oikeusvertailu, s. 1303. EU-oikeuden tulkintavaikutus on kuitenkin rikosoikeudessa rajoitettua huolimatta valtion velvollisuudesta implementoida direktiivejä.

[302] Ks. Asp: EU & Straffrätten, s. 191–192, joka puhuu direktiivien, EY-oikeuden ja EU-oikeuden mukaisesta tulkinnasta.

[303] Ojanen: EY-oikeus jäsenvaltiossa, s. 141. EY-oikeuden välittömästi vaikuttava säännös vaikuttaa nimenomaan välittömästi, eikä tulkintavaikutuksen kautta.

[304] Joutsamo-Aalto-Kaila-Maunu: Eurooppaoikeus, s. 75–76; Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 4–5; Corstens–Pradel: European Criminal Law, s. 526; Maunu: EU-direktiivit kansallisissa tuomioistuimissa, s. 154.

[305] Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 116.

todisteiden merkitystä mahdollisessa myöhemmässä prosessissa sekä tekemään johtopäätöksiä aiempien tapausten näyttöongelmista. Rikosoikeudessa syyttäjän tulee näyttää kaikki rangaistusvaatimuksen perusteet toteen. Sen sijaan rikoshyödyn osalta tuomioistuin on oikeutettu arvioimaan hyödyn määrä, jos selvitystä ei ole saatavissa tai sitä on vain vaikeuksin esitettävissä[306].

Todistusharkinnaksi kutsutaan jutun ratkaisun kannalta merkityksellisten tosiasioiden toteamiseen tähtäävää argumentaatioprosessia. Kysymys on ratkaisun pohjana olevia tosiasioita koskevista lausumista, faktapremisseistä, joiden merkitys riippuu ensisijaisesti oikeusnormeista. Todistelu voi koskea myös seikkoja, joilla on merkitystä lain tavoitteiden toteutumisen kannalta. Rikostapauksen käsittelyssä voidaan siten joutua harkitsemaan rikostunnusmerkistön ohella syytetyn sosiaalista taustaa, koulutusta tai muuta vastaavaa, koska näillä voi olla merkitystä päätöstä tehtäessä, harkittaessa esimerkiksi teon paheksuttavuutta tai uusimisennustetta.[307]

> Todistelua ja todistusharkintaa säännellään osin oikeusnormeilla. Vapaan todistusharkinnan periaate on ilmaistu oikeudenkäymiskaaren 17 luvun 2 pykälässä: "Oikeuden tulee, harkittuaan huolellisesti kaikkia esiin tulleita seikkoja, päättää, mitä asiassa on pidettävä totena.[308]
>
> Milloin jonkin todisteen vaikutuksesta on laissa erityinen säännös, noudatettakoon sitä."

OK 17:2.1:n mukaan tuomioistuin voi käyttää periaatteessa kaikkia tietoonsa tulleita tosiseikkoja todisteina eikä näiden todistusvoimasta ole laissa annettu muita määräyksiä kuin kyseisen pykälän 2 momentti, joten tuomioistuin voi "vapaasti" arvioida todisteiden näyttöarvon. Tätä "vapaata" arviointia ohjaavat kuitenkin tietyt periaatteet, minkä johdosta todistusharkinta ei ole sillä tavoin vapaata, että päätöksentekijä voisi täysin oman mielensä mukaan arvioida, minkä painoarvon hän millekin tosiseikalle todisteena antaa. Päätöksentekijän on tässä arvioinnissaan nojauduttava yleisiin tiedon luotettavuuden arviointia koskeviin kriteereihin[309]. Todistusarvon määräämisen oikeellisuuden kriteerinä ei viime kädessä voi olla mikään muu kuin arvioinnin lopputulokseen johtaneiden perusteiden hyväksyttävyys. Laissa ei myöskään ole nimenomaisesti ilmaistu näyttökynnystä, vaan tuomioistuimen tulee harkita, milloin se pitää

---

[306] HE 80/2000, RL 10:2 ja sen yksityiskohtaiset perustelut.

[307] Klami-Rahikainen-Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 16.

[308] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 24–25. Totuus voi prosessissa olla vain tavoite, tämän tavoitteen saavuttamisesta ei sen sijaan täyttä varmuutta ole saatavissa. Prosessissa joudutaan operoimaan eri asteisilla todennäköisyyksillä ja "väärän päätöksen" riskillä.

[309] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 38. Todistusharkinnassa on kyse yleistysten hyväksikäytöstä. Tällaisissa kokemukseen perustuvissa arvioinneissa voi virhelähteitä kätkeytyä itse kokemussäännön luotettavuuteen sekä siihen, miten hyvin tuollainen yleistys soveltuu konkreettiseen tapaukseen.

Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 144–147.

näyttöä riittävänä. Kuitenkin myös näyttökynnyksen täsmentämisessä ohjaavat päätöksentekijää samanlaiset oikeusperiaatteet kuin todistusharkinnassakin.[310]

Näyttövaatimuksesta on todettu, että todistusvaikeudet tahallisuuden osalta luovat paineita alhaisempaan näyttöön tyytymiseen.[311] Tahallisuudesta tulee kuitenkin tapauksen ominaispiirteistä huolimatta vaatia aina periaatteessa yhtä vakuuttavaa selvitystä, mutta ei ole realistista edellyttää tahallisuuden olemassaolosta yhtä vahvaa näyttöä kuin rikosoikeudellisesti relevantista fyysisestä toiminnasta.[312] Vapaa todistusharkinta ei saa merkitä mielivaltaa, vaan sen tulisi korostaa kokonaisvaltaisen, mutta analyyttisen harkinnan avointa perustelemista. Vapaa todistusharkinta pakottaa erittelemään ja perustelemaan todisteiden luotettavuuden yksityiskohtaisesti eritellen, ellei haluta luopua tuomioiden yleiseen perusteltavuuteen kohdistuvista vaatimuksista.[313]

Todellinen päätöksentekotilanne on tuskin milloinkaan niin yksinkertainen, että arvioitavana olisi vain yksi todiste ja sen näyttöarvo. Kun saman teeman puolesta puhuu useita todisteita, pidetään jo arkiajattelun mukaan luonnollisena, että niiden yhteinen todistusvoima on korkeampi kuin kunkin todisteen näyttöarvo yksinään. Samoin on selvää, että vastatodiste heikentää teemaa tukevan näytön kokonaisarvoa. Kokonaisnäytön arvioinnissa törmätäänkin ristiriitaisiin tavoitteisiin. Yhtäältä eri todisteiden näyttöarvot tulisi määritellä toisistaan erillään antamatta niiden vaikuttaa toistensa todistusarvoon. Mutta toisaalta on vaikea kuvitella, että olisi mahdollista luoda oikeaa ja täydellistä kuvaa tapahtumasta, jos kutakin todistetta tarkasteltaisiin irrallisena muista todisteista. Tosiseikan merkitys saattaa avautua vasta muiden tosiseikkojen muodostaman kokonaiskuvan kautta, samoin kuin kokonaiskuva saattaa hämärtyä, jos kutakin todistetta tarkastellaan täysin irrallaan muusta aineistosta. Erittelevää todistusharkintaa on kuitenkin joskus suositeltu kokonaisvaltaista parempana, koska sen on väitetty eliminoivan todisteiden toisiaan vahvistavan tai heikentävän vaikutuksen. Näin ollen onkin ilmeistä, että todistusharkinnassa tarvitaan sekä kokonaisvaltaista että erittelevää tarkastelutapaa. Jälkimmäistä voidaan pitää eräänlaisena testinä. Kutakin tosiseikkaa tulisi tarkastella ja arvioida myös erillään muusta aineistosta eli irrallaan aineiston kokonaisvaltaisesta selitysmallista. On siis kysyttävä, olisiko tosiseikan esiintymiselle löydettävissä parempi selitys kuin kokonaisvaltaisen selitysmallin tarjoama.[314]

---

[310] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 28–30.

Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 140. Näyttökynnys tarkoittaa näytöllistä todennäköisyyttä, joka on saavutettava, jotta todistusteema voidaan katsoa toteennäytetyksi.

[311] Jonkka: Syytekynnys, s. 81.

[312] Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 117–118.

[313] Klami-Rahikainen-Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 24–25; Ks. Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä, s. 991–992. Vapaan todistusharkinnan vallitessa on vaikeata ohjata näyttöharkintaa prejudikaattien avulla.

[314] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 99–114 ja 166.

Todistusharkinnan kokonaisvaltaisuus ei kuitenkaan tarkoita samaa kuin intuitio. Näytön kokonaistodistusarvo punnitaan loogisesti ja kokonaisvaltaisesti, kun kaikki näyttö on saatu.[315] Eri käsittelyvaiheissa ei tule sitoutua lopullisesti mihinkään päätelmiin, vaikka todisteita punnitaan kaiken aikaa. Intuitio tarkoittaa jonkin asian käsittämistä ilman tiedostettua harkintaa. Intuition ongelmana todistusharkinnassa on kuitenkin ratkaisuperusteiden kontrolloimattomuus.[316]

Syytekynnys voidaan jakaa sekä abstraktiseen että konkreettiseen syytekynnykseen. Abstraktissa syytekynnyksessä on kyse siitä, että syyttäjän tulee harkita, miten todennäköisenä hän pitää epäillyn syyllistymistä esitutkinta-aineistosta ilmenevään rikokseen ja sen lisäksi miten todennäköiseksi hän arvioi tuomioistuimen syypääksi toteavan tuomion. Konkreettisessa syytekynnyksessä syyttäjän on kiinnitettävä huomiota itse prosessin jatkamisen tarpeeseen eli jatkaako eteenpäin oikeudenkäyntiin vai lopettaako syyteharkintavaiheeseen.[317]

Epävarmuustilanteessa syyttäjän on punnittava rikoksen selvittämisintressiä ja epäillyn oikeusturvaintressiä keskenään. Molemmat intressit rajaavat ja ohjaavat harkintavallan käyttöä. Sen sijaan, että arvioitaisiin tekijöitä, jotka perustelisivat konkreettisen syytekynnyksen nostamista tai laskemista, olisi pohdittava, mikä vaikutus näillä tekijöillä on kummankin intressin taustalla olevien periaatteiden suhteelliseen painoarvoon.[318]

Syyttäjän päätöksenteon kannalta katsoen rikosvastuun toteuttamistavoite tarkoittaa selvittämisintressistä huolehtimista, mikä epävarmuustilanteessa periaatteessa puhuu syytteen nostamisen puolesta. Toisaalta taas yksilön oikeusturvavaatimuksen keskeisenä sisältönä on huolehtiminen siitä, että syytön henkilö ei joudu syytteeseen. Nämä optimointikäskyt rajoittavat toistensa toteutumista ja ne voivat toteutua eri asteisesti. Näyttövaatimusta täsmentäessään syyttäjä joutuu epävarmuustilanteessa punnitsemaan niitä vastakkain.[319] Syytekynnystä ilmaiseva käsite osoittaa lainsäätäjän kuitenkin tarkoittaneen syytteen nostamisen olevan mahdollista vähäisemmällä näytöllä kuin vaaditaan syypääksi toteavaan tuomioon[320].

---

[315] Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 129. Selvittämiskynnyksen ylitys riippuu suoritettujen selvitysten määrästä eli näytön kattavuudesta.

[316] Klami-Rahikainen-Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 43–44.

[317] Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 125–127.

Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 141. Abstraktilla näyttökynnyksellä ymmärretään esimerkiksi lainsäätäjän ilmausta "on syytä epäillä", kun taas konkreettinen näyttökynnys koskee yksittäistapauksellista näytön tasoa.

[318] Jonkka: Syytekynnys, s. 248.

[319] Jonkka: Syyttäjän päätöksenteon empiiristä ja normatiivista tarkastelua, s. 64–66.

[320] Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 124. Tämä asia on sinänsä itsestään selvää, koska jos syyte aina johtaisi syypääksi toteavaan tuomioon, syyllisyyskysymyksen lopullinen ratkaisu olisi itse asiassa siirtynyt jo syyteharkintavaiheeseen.

3.6 ARVOPAPERIMARKKINOIDEN ITSESÄÄNTELYN MERKITYS

Vaikka kansainvälinen kehitys onkin kulkenut kohti jonkin asteista lainsäädäntöä niissäkin maissa, joissa perinteisesti itsesääntely on ollut ainoa arvopaperikaupan sääntelyn muoto, on arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyllä edelleen tärkeä asema lainsäädäntöä täydentävänä osana. Arvopaperimarkkinoilla toimivat tahot ovat pyrkineet luomaan sijoittajien luottamusta lisääviä menettelytapoja itsesääntelynormein.[321] Itsesääntely on joustava ja nopea keino reagoida arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin muutoksiin, mutta toisaalta itsesääntelyä rajoittaa se, että sen normit koskevat vain niitä tahoja, jotka ovat sitoutuneet noudattamaan niitä[322]. Joissakin tapauksissa itsesääntelyn kautta vakiintuneesta menettelystä saattaa tulla alalla yleinen kauppatapa, jota tulkintatilanteessa voidaan soveltaa myös itsesääntelyn ulkopuolisiin tahoihin[323].

Markkinapaikkojen ja markkinaosapuolten harjoittamasta itsesääntelystä on katsottu tarpeelliseksi antaa säännöksiä, jotta itsesääntelynormien lainmukaisuutta ja tehokkuutta voidaan valvoa. Lisäksi viranomaisille on annettu mahdollisuus puuttua itsesääntelyelinten toimintaan[324]. Koska itsesääntelyn kurinpitojärjestelmän käytettävissä on vain muistutuksen tai huomautuksen antaminen, jäsenyydestä erottaminen, toimimisoikeuden peruuttaminen ja sopimusperusteinen kurinpitomaksu, arvopaperimarkkinalain lähtökohdaksi tuli säännellä niitä asioita, joihin itsesääntely ei ulotu tai joiden osalta itsesääntelynormien seuraamuksia ei pidetä riittävinä. Sääntelyn ei kuitenkaan haluttu olevan arvopaperimarkkinoiden terveen kehityksen esteenä.[325]

> Markkinoiden kehitystä ja sääntelyn tarvetta pysyä kehityksessä mukana kuvastaa se, että arvopaperimarkkinalakia on sen voimassaolon aikana muutettu tähän mennessä jo melkein parikymmentä kertaa ja johdannaiskauppalakia on puolestaan muutettu kymmenisen kertaa. Syynä tähän on se, että

---

[321] Ks. McCusker: Codes of Ethics as Corporate Camouflage etc., 140–142. Markkinoilla toimivien yritysten oman edun mukaista on ylläpitää vaikutelmaa toimivasta itsesääntelystä, koska sillä voidaan mahdollisesti välttää viranomaisten liiallinen puuttuminen yritysten toimintaan.
Ks. Coleman: The Criminal Elite etc., s. 222.

[322] Ks. myös Friedrichs: Trusted Criminals etc., s. 347, joka toteaa markkinaosapuolien olevan sitoutuneempia noudattamaan itsesääntelyä, jos he ovat itse olleet niitä tekemässä.

[323] Harju: rahoitus ja rahoitusmarkkinat, s. 576–577.

[324] Ks. VM 3/98, s. 77–79. Vaikka itsesääntelyn piirissä annettujen säännösten vahvistaminen viranomaisprosessissa on menettelyllisesti raskas, edellyttänee markkinoiden luotettavuuden vaatimukset keskeisten itsesääntelyn osien vahvistamista viranomaisissa.

[325] HE 157/88 s. 3–4; KM 1987:44 s. 262–263; Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 35;
Ks. Gilligan: Regulating against White-Collar Crime in the Financial Services Sector, s. 7. Pakottavan sääntelyn on markkinoilla pelätty haittaavan elinkeinoelämää ja nostavan yritysten kustannuksia.

> Suomessa arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely on perinteisesti ollut varsin yksityiskohtaista. Kuitenkaan lainsäätämisen aikaan ei ole yleensä ollut tietoa siitä, mihin suuntaan sääntelyn kohteena oleva toiminta tulee kehittymään.[326]

Itsesääntelyelinten läheisyys markkinoilla toimiviin nähden voi käytännössä nostaa kynnystä tehokkaaseen seuraamusten soveltamiseen.[327] Itsesääntelyelimille ei tulekaan antaa yksinomaista asemaa, vaan valtiovallan on kyettävä myös itsenäisesti arvioimaan mahdollisia muutostarpeita itsesääntelyelinten menettelytavoissa ja lainsäädännössä yleisesti. Itsesääntelyelinten läheinen suhde markkinoihin voi lisäksi aikaansaada sen, että tarvittavia muutoksia ei toteuteta. Tämän vuoksi lainsäätäjän on voitava toteuttaa tarpeellisia yhteiskunnallisia intressejä jopa markkinoilla toimivien omien intressien vastaisesti.[328] Viranomaissääntelyssä on asetettava ne rajat, joiden piirissä itsesääntely on mahdollista. Vaikka itsesääntelyn turvin voidaan mahdollisesti tehokkaammin toteuttaa lainsäädännössä asetetut tavoitteet, ei kyseisten tavoitteiden toteutumisen valvontaa kuitenkaan voida jättää pelkästään itsesääntelyelinten tehtäväksi, vaan sen on oltava korostuneesti myös viranomaisvalvonnan piirissä. Arvopaperimarkkinoilla on viime vuosina ollut havaittavissa viranomaissääntelyn merkityksen korostumista suhteessa markkinoiden itsesääntelyyn[329]. Myös kansainvälisen yhteistyön edellytyksenä on eräissä arvopaperikauppaan liittyvissä kysymyksissä arvopaperikaupan kuuluminen valtion viranomaisten valvontaan.[330]

Rikosoikeuden kannalta katsottuna itsesääntelynormisto ja siihen liittyvä asianmukainen valvonta voivat antaa hyvän lähtökohdan huolellisuusvelvoitteiden ja niiden noudattamisen arviointiin. Itsesääntelynormisto asettaa vaatimuk-

---

[326] Ks. TaVL 30/1998. Vuoteen 1998 mennessä AML:n muutoksia oli neljätoista ja johdannaiskauppalain muutoksia yhdeksän.

Ks. myös Syyrilä: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa jne., s. 261, jonka mukaan AML:a muutettiin 1990-luvulla 18 kertaa.

[327] Ks. McCusker: Codes of Ethics as Corporate Camouflage etc., s. 142–144. Itsesääntelyltä tulee edellyttää tehokkuutta ja läpinäkyvyyttä.

[328] Ks. Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta, s. 156, joka on katsonut ruotsalaisiin esimerkkeihin vedoten, että merkittäviinkin ongelmiin on itsesääntelyn keinoin puututtu vasta voimakkaiden poliittisten paineiden vaikutuksesta.

Ks. myös Coleman: The Criminal Elite etc., s. 127. Ajaessaan yleistä etua markkinoiden sääntelyssä ja valvonnassa on viranomaisen samalla kyettävä erottamaan eri markkinaosapuolten mahdollisesti ristiriitaiset intressit.

[329] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 171, joka empiirisessä tutkimuksessaan havaitsi, että vaikka arvopaperimarkkinoita halutaan valvoa ja säännellä alan sisältä käsin, katsoivat liikkeeseenlaskijat ja sijoituspalveluyritykset Ratan keinot arvopaperimarkkinarikosten ehkäisemiseksi ja vähentämiseksi paremmiksi tai vähintään yhtä hyviksi vaihtoehdoiksi kuin itsesääntelyn kehittämisen.

[330] KM 1987:44, s. 262; HE 157/88 s. 4.

sia erityisesti organisaation toiminnassa noudatettavalle huolellisuudelle. Esimerkiksi kielletyn riskinoton arvioinnissa voidaan käyttää hyväksi niitä itsesääntelyn piiriin kuuluvia sääntöjä, jotka määrittelevät hyvää ja järkevää kaupankäyntitapaa. Muun muassa pörssin ja Arvopaperivälittäjien yhdistyksen säännöistä tai ohjeista poikkeaminen voi antaa indikaatiota kielletystä riskinotosta.[331] Laillisuusperiaate estää kuitenkin sen, että rangaistavuuden ala laajenisi itsesääntelynormien johdosta.

[331] Ks. Samuelsson: Information och ansvar, s. 207.

4 Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi

4.1 DIREKTIIVIN TAUSTA

Euroopan yhteisöjen komissio antoi toukokuussa 2001 ehdotuksen uudeksi markkinoiden väärinkäyttö -direktiiviksi eli Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiiviksi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista.[332] Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi (2003/6/EY) annettiin lopulta 28.1.2003 ja julkaistiin Euroopan unionin virallisessa lehdessä 12.4.2003. Direktiivin noudattamisen edellyttämät lait, asetukset ja hallinnolliset määräykset on edellytetty saatettavaksi voimaan jäsenvaltioissa viimeistään 12.10.2004.

EU:n rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman tavoitteena on muun muassa vahvistaa markkinoiden yhtenäisyyttä vähentämällä institutionaalisten sijoittajien ja välittäjien mahdollisuuksia vaikuttaa markkinoihin sekä asettaa kaupankäynnille yhteiset säännöt, jotta markkinoiden uskottavuus säilyisi. Yleinen luottamus markkinoihin ja arvopaperimarkkinoiden häiriötön toiminta ovat kestävän talouskasvun ja vaurauden perusedellytyksiä, kun taas markkinoiden väärinkäyttö uhkaa rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta ja yleistä luottamusta arvopaperi- ja johdannaiskauppaan sekä nostaa yritysten rahoituskustannuksia. Epätoivottava käytäntö pitää uudet sijoittajat poissa markkinoilta ja heikentää talouskasvua ja Euroopan talouspolitiikkaa. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin tarkoitus on varmistaa yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus, luoda ja toteuttaa yhteiset normit markkinoiden väärinkäytön torjumiseksi koko EU:ssä sekä vahvistaa sijoittajien luottamusta näihin markkinoihin.[333]

> Valtioneuvoston kannan mukaan direktiivi edistää valtiolliset rajat ylittävien rahoituspalvelujen tarjontaa, kun palvelujen tarjoajilla on selkeä ja yhteinen käsitys siitä, millaiset menettelyt ovat sallittuja. Myös sijoittajien luottamus rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja hintojen määräytymisjärjestelmään kasvaa, kun sijoittajat voivat luottaa siihen, että kaikkialla yhteisön alueella noudatetaan samanlaisia sääntöjä.[334]

---

[332] Ks. Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 2. Lissabonin Eurooppa-neuvosto antoi tukensa Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymiselle viimeistään vuonna 2005. Tukholman Eurooppa-neuvosto puolestaan totesi, että kaikkien osapuolten olisi pyrittävä kaikin tavoin siihen, että yhdentyneet arvopaperimarkkinat toteutetaan jo vuoden 2003 loppuun mennessä.

[333] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 2); Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 2. Ks. myös CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 2. Esityksessään EU komissiolle Market Abuse-direktiiviksi CESR toteaa markkinoiden rehellisyyden olevan ehdoton edellytys sijoittajien luottamukselle koko finanssijärjestelmää kohtaan.

[334] Valtioneuvoston kirjelmä U 67/2001.

4.2 DIREKTIIVIN TAVOITTEET

Direktiivin tavoitteena on saada aikaan yksi direktiivi markkinoiden väärinkäytön estämiseksi. Sisällöllisesti markkinoiden väärinkäyttö jakautuu sisäpiirikauppoihin ja markkinoiden manipulointiin. Sisäpiiridirektiivin ja uuden markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin tavoite on sama. Niillä varmistetaan yhteisön rahoitusmarkkinoiden luotettavuus ja vahvistetaan sijoittajien luottamusta kyseisiin markkinoihin. Direktiivin tarkoituksena ei kuitenkaan ole korvata kansallisia säännöksiä suoraan sovellettavilla yhteisön säännöksillä, vaan saada aikaan lähentymistä erilaisten kansallisten järjestelmien välillä. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevassa direktiivissä on tarkoitus ottaa huomioon kehitys, jota on tapahtunut yli kymmenen vuotta sitten annetun sisäpiiridirektiivin jälkeen. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymiskehitys on lisännyt tarvetta luoda entistä tiukemmat normit yhteiselle täytäntöönpanolle ja soveltamiselle.[335]

Komission mielestä on tärkeää varmistaa yhteiset puitteet vastuunjaolle, täytäntöönpanolle ja yhteistyölle ja siten välttää mahdolliset epäjohdonmukaisuudet ja sekaannukset. Tämä olisi myös hallinnollisesti yksinkertaisempaa ja vähentäisi erilaisten sääntöjen ja normien määrää Euroopan unionissa.[336]

Markkinoiden väärinkäytön määritelmä on direktiivissä tarkoituksellisesti yleinen, jotta järjestelmä sekä toimisi nopeasti muuttuvilla rahoitusmarkkinoilla myös tulevina vuosikymmeninä että olisi riittävän joustava kattamaan tarvittavalla tavalla myös mahdolliset väärinkäytön uudet muodot. Samanaikaisesti määritelmässä on pyritty niin suureen selvyyteen, että siitä olisi apua markkinaosapuolille näiden suunnitellessa käyttäytymistään.[337] Markkinoiden luotettavuus edellyttää väärinkäyttöä koskevan kiellon yleistä sovellettavuutta, ja siksi soveltamisalaa ei ole haluttu rajata ainoastaan säänneltyihin markkinoihin. Näin pyritään estämään muunlaisten markkinoiden, vaihtoehtoisten kaupankäyntijärjestelmien ja vastaavien kautta tapahtuva väärinkäyttö.[338]

Yhdentyvien rahoitusmarkkinoiden luomiseksi direktiivissä esitetään, että jäsenvaltiot nimeäisivät yhden toimivaltaisen viranomaisen, joka kantaisi lopullisen vastuun direktiivin mukaisesti annettujen säännösten noudattamisen val-

---

[335] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappaleet 12) ja 13); Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 4.

[336] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 4.

[337] Ks. The Committee of Wise Men: Final Report, s. 12. Raportin mukaan EU-sääntely on jäykkää eikä sillä kyetä reagoimaan muuttuviin markkinaolosuhteisiin. Sääntelyssä ei myöskään kyetä erottamaan sen kestävää ja olennaista ydinsisältöä käytännön päivittäisessä toiminnassa sovellettavista tarkentavista säännöksistä.

Ks. myös Syyrilä: Sijoitusrahastotoiminnan sääntelystä Suomessa ja EU:ssa jne., s. 261, jonka mukaan nopeasti muuttuvat markkinoiden toimintatavat ovat usein aiheuttaneet hankalia tulkintaongelmia arvopaperimarkkinoilla ja siten jatkuvan tarpeen muuttaa lakia.

[338] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 4–5.

vonnasta sekä kansainvälisestä yhteistyöstä.[339] Jäsenvaltion nimeämän toimivaltaisen viranomaisen tulisi olla luonteeltaan hallinnollinen, mikä takaisi riippumattomuuden talouden toimijoista ja estäisi eturistiriidat. Näille toimivaltaisille viranomaisille tulisi myös antaa yhteiset vahvat vähimmäiskeinot ja -valtuudet takaamaan valvonnan tehokkuuden. Direktiivissä säädettyjen kieltojen ja vaatimusten rikkominen tulisi lisäksi selvittää viipymättä ja määrätä siitä riittävän varoittava seuraamus.[340]

Neuvoston 17. heinäkuuta 2000 asettama viisasten komitea ehdotti Euroopan unionin arvopaperimarkkinoiden sääntelyä koskevassa loppuraportissaan uutta lainsäädäntötekniikkaa, joka perustuisi nelitasoiseen lähestymistapaan eli yleisperiaatteisiin, täytäntöönpanotoimenpiteisiin, yhteistyöhön ja säännösten noudattamisen valvontaan.[341]

> Taso 1, direktiivi, rajoittuisi laajoihin yleisperiaatteisiin ja taso 2 sisältäisi tekniset täytäntöönpanotoimenpiteet, jotka komissio toteuttaa arvopaperikomitean avustuksella. Neuvoa-antavaa arvopaperikomiteaa olisi kuultava poliittisissa kysymyksissä, jotka koskevat erityisesti toimenpiteitä, joita komissio saattaa ehdottaa yleisperiaatteiden tasolla. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivissä luetellaan ne puhtaasti tekniset täytäntöönpanon yksityiskohdat, jotka komissio hoitaa komiteamenettelyä noudattaen. Näihin täytäntöönpanotoimenpiteisiin sisältyy esimerkiksi määritelmien ja poikkeusten antaminen ja selventäminen ja niitä olisi käytettävä riittävän usein sen varmistamiseksi, että tekniset säännökset voidaan pitää markkinoilla ja valvonnassa tapahtuvan kehityksen tasalla.[342]

---

[339] Vrt. European Code of Conduct (77/534/EEC), kohta II 7. Arvopaperimarkkinoiden valvonnan tarve tunnustettiin jo vuonna 1977, mutta silloin ei vielä vaadittu erityisten valvontaviranomaisten perustamista.

[340] Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappaleet 36) – 38); Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5 ja johdanto-osan kappaleet (9), (17)–(21); Ks. myös Komission tiedonanto Euroopan Parlamentille markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin antamiseksi (14.8.2002, SEK(2002) 889 lopullinen), kohta 2 (ehdotuksen tavoite).

[341] Ks. The Committee of Wise Men: Final Report, s. 6; Ks. Tukholman Eurooppa-neuvoston päätöslauselma (23.3.2001), jossa Eurooppa-neuvosto totesi olevansa tyytyväinen viisasten komitean raporttiin Euroopan unionin arvopaperimarkkinoiden sääntelystä ja kehotti pantavaksi täytäntöön mainittua nelitasoista lähestymistapaa.
Ks. myös Manninen: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi, s. 257 ss.

[342] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 4) ja 8); Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5–6 ja johdanto-osan kappaleet (4), (6) ja (22).

III
SISÄPIIRINTIEDON MÄÄRITTELY

1 Yleistä sisäpiirintiedon määritelmästä

RL 51:6.2:n mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan sellaista julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan. Sisäpiirintietona ei pidetä julkisesti saatavissa olevia tietoja yhdistämällä yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa.

Rikosoikeuden systematiikalle on tyypillistä se, että jos yksikin vastuun edellytys jää täyttymättä, ei muiden edellytysten käsilläoloa tarvitse edes tutkia. Kyseessä on *rikos* vasta, kun kaikki vastuun edellytykset ovat käsillä.[343] Sisäpiirintiedon väärinkäytössä itse sisäpiirintiedon määritelmä nousee keskeiseen asemaan, koska ei voi olla sisäpiirikauppaa tai edes sen yritystä, ellei ole olemassa sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon käsitettä rajataan usealla tunnusmerkillä. Kysymykseen tulevan tiedon laatua rajoittaa se, että tiedon on liityttävä julkisen kaupankäynnin tai muun säännöksessä mainitun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin. Tiedon sisäpiiriluonnetta kuvataan sillä, että tieto ei saa olla julkistettu tai muuten markkinoilla saatavissa. Lisäksi edellytetään, että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Säännöksessä on vielä rajoitus, joka sulkee sisäpiirintiedon käsitteen ulkopuolelle julkisesti saatavissa olevista tiedoista yhdistämällä yksityisesti käytettäväksi tuotetun uuden tiedon.[344]

Sisäpiirintiedon täsmällisyyden tai yksilöitävyyden vaatimusta ei ole erikseen kirjattu määritelmäsäännökseen. Määritelmässä todetaan sisäpiirintiedon vain olevan julkistamatonta ja olennaista.[345] Jonkinasteisen täsmällisyyden voidaan kuitenkin katsoa sisältyvän itse sisäpiirintiedon olemukseen jo sen johdosta, että tiedon on oltava riittävän yksilöityä ennen kuin sen olennaisuutta voidaan arvioida ja toisaalta tiedon hyväksikäyttö ei ole mahdollista, ellei tieto ole riittävän tarkkaa oikeiden johtopäätösten tekemiseksi arvopaperikauppojen pohjaksi.[346]

---

[343] HE 44/2002 vp, s. 9; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 104.

[344] HE 254/1998 vp, s. 33–34

[345] Vrt. Sisäpiiridirektiivi, jonka ensimmäisessä artiklassa on määritelty sisäpiirintieto. Määritelmä sisältää vaatimuksen tiedon tarkasta luonteesta sen lisäksi, että tiedon pitää olla julkistamatonta ja huomattavaa.; Ks. myös Ks. 2003/6/EY: MAD, artikla 1(1).

[346] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1495. Riittävästi yksilöity ja riittävän todennäköisesti toteutuva suunnitelma tietystä toimenpiteestä on sisäpiirintietoa. Hyvin yleispiirteiset kaavailut yrityksen toiminnan suuntaamisesta eivät vielä voi olla sisäpiirintietoa.

Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 18–20. Tarkasta tiedosta on mahdollista tehdä johtopäätös sen vaikutuksesta hintaan. Tiedon tarkkuus liittyy myös hyvin läheisesti kriteeriin "on omiaan olennaisesti vaikuttamaan".

Lähtökohtaisesti sisäpiirintiedolta voidaan edellyttää, että tiedon perusteella on mahdollista kohtuullisen selvästi arvioida, minkä suuntainen vaikutus sillä on arvopaperin arvoon tai hintaan.[347] Arvioinnissa on kuitenkin otettava huomioon eri markkinoiden ominaispiirteet. Esimerkiksi johdannaismarkkinoilla tiedon hyväksikäyttämiseen riittää se, että tietää tiedon yleensä vaikuttavan olennaisesti arvopaperin hintaan, vaikka vaikutuksen suunta jäisikin epämääräiseksi. Johdannaispositio voidaan rakentaa sellaiseksi, että se tuottaa voittoa, riippumatta siitä, mihin suuntaan arvopaperin kurssi muuttuu, kunhan se vain johonkin suuntaan muuttuu.

Sisäpiirintiedon käsitteen tulkinnanvaraisuus johtuu sen osittaisesta avoimuudesta. Jos tällaisen avoimen käsitteen sisällön normatiivinen kuvaus on vähäistä, jää laintulkitsijan tehtäväksi sen sisällön selvittäminen. Laintasoisen määrittelyn ollessa puutteellinen laintulkitsija voi hyödyntää alalla vallitsevaa hyvää markkinatapaa ja sitä määrittäviä normeja. Tällaistenkin normien puuttuessa kokonaan joudutaan tulkinnassa turvautumaan hyötyjen ja haittojen punnintaan, jolloin merkitystä annetaan muun muassa tekijän tosiasiallisille mahdollisuuksille varotoimenpiteisiin sekä toiminnan sosiaaliselle hyödyllisyydelle.[348] Kaiken kaikkiaan tulkitsijan ratkaisuun vaikuttavat omat arvostukset, oikeuslähteiden priorisoinnit sekä reaaliset argumentit, mutta tulkintalinjan vakiintuessa tulevat tuomioistuinratkaisut keskeisiksi tulkintaa ohjaaviksi oikeuslähteiksi.[349]

---

[347] Ks. Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 5. Oletetun kurssimuutoksen suunnan tulee olla ainakin täsmennettävissä ja mahdollista.
Samoin Graaff: Insider Abuse etc., s. 172.
[348] Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 324–334.
[349] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 57.

2 Tiedon liittyminen noteerattuun arvopaperiin

2.1 ARVOPAPERIN MÄÄRITELMÄ

2.1.1 Arvopaperi

Keskeisin käsite on arvopaperi. Selkeyden vuoksi on säädetty, että arvopaperilla RL 51 luvussa tarkoitetaan sellaista arvopaperia, johon sovelletaan arvopaperimarkkinalakia. Rikoslaissa tai sen esitöissä muita arvopaperimarkkinalaissa tai optiokauppalaissa käytettyjä käsitteitä ei ole pidetty tarpeellisena määritellä, koska niiden sisältöön luvussa käytetyissä yhteyksissä ei liity yhtä merkittäviä tulkinnanvaraisuuksia kuin arvopaperin käsitteeseen.[350] Arvopaperin käsite muuttui joustavammaksi ja sen määrittely väljemmäksi vuoden 2001 lopussa[351]. Muutoksen tarkoituksena oli edistää koti- ja ulkomaisilla arvopaperimarkkinoilla kehitettyjen ja kehitettävien uudenlaisten rahoitusvälineiden käyttöönottoa ja julkista kauppaa myös Suomessa[352].

Arvopaperi:
RL 51:6.1:n mukaan arvopaperilla tarkoitetaan sellaista arvopaperia, johon sovelletaan arvopaperimarkkinalakia.[353]

AML 1:2.1:n mukaan AML:a sovelletaan arvopaperiin, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. Tällainen voi olla esimerkiksi todiste, joka annetaan:

1) osakkeesta tai muusta osuudesta yhteisön omaan pääomaan tai siihen liittyvästä osinko-, korko- tai muusta tuotto-oikeudesta taikka merkintäoikeudesta;
2) osuudesta joukkovelkakirjalainaan tai siihen rinnastuvasta velallisen sitoumuksesta, taikka sanottuun osuuteen tai sitoumukseen liittyvästä korko- tai muusta tuotto-oikeudesta;
3) 1 ja 2 kohdissa mainittujen oikeuksien yhdistelmästä;
4) edellä mainittuja oikeuksia koskevasta osto- tai myyntioikeudesta;
5) rahasto-osuudesta tai siihen rinnastettavasta yhteissijoitusyrityksen osuudesta; sekä
6) muusta kuin edellä mainitusta oikeudesta, joka perustuu sopimukseen tai sitoumukseen.

---

[350] HE 254/1998 vp, s. 33; Ks. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 15 ss, arvopaperin käsitteestä.
[351] HE 184/2001 vp. AML 1:2 muutettu viimeksi 28.12.2001/1517.
[352] Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1493–1494.
[353] RL 51:6 muutettu viimeksi 28.12.2001/1526.

2.1.2 Vakioidut ja niihin rinnastettavat johdannaiset

Vakioidut optiot ja termiinit:

RL 51:6.3:n mukaan, mitä säädetään arvopaperista, sovelletaan myös kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain (772/1988) mukaiseen vakioituun optioon tai termiiniin sekä arvopaperimarkkinalain 10 luvun 1 a §:ssä tarkoitettuun vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannaissopimukseen, jonka kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena oleva arvopaperi. Mitä säädetään arvopaperin luovuttamisesta tai hankkimisesta, sovelletaan myös vakioidun johdannaissopimuksen tekemiseen ja sellaisen vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavan johdannaissopimuksen tekemiseen, jonka kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena oleva arvopaperi. Luvun 1 ja 2 §:ää sovelletaan vakioituun optioon tai termiiniin sekä vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannaissopimukseen, jonka kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena oleva arvopaperi, siitä riippumatta, onko sovittu johdannaissopimuksen kohde-etuuden luovutuksesta vai suorituksen korvaavasta hyvityksestä.[354]

Rikoslakiin katsottiin aikoinaan tarpeelliseksi ottaa arvopaperimarkkinalakia vastaava säännös, joka viittaa optiokauppalakiin.[355] Mitä luvussa säädetään arvopaperista, on tarkoitettu sovellettavaksi myös optiokauppalain mukaiseen vakioituun optioon tai termiiniin sekä vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannaissopimukseen silloin, kun sen kohde-etuutena on julkisen tai muun kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi. Rikoslaissa todetaan lisäksi, että johdannaissopimuksen tekeminen rinnastetaan arvopaperin luovuttamiseen tai hankkimiseen. Määritelmäsäännöksen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä voidaan soveltaa edellä mainittuihin johdannaissopimuksiin siitä riippumatta, onko sovittu johdannaissopimuksen kohde-etuuden luovutuksesta tai suorituksen korvaavasta hyvityksestä.[356]

RL 51:6.3:n mukaan arvopaperin määritelmää voidaan soveltaa kaikkiin optiokauppalain tuntemiin vakioituihin optioihin ja termiineihin. Koska säännöksessä käytetty arvopaperin käsite kattaa myös sellaiset vakioidut johdannaiset, jotka eivät liity arvopapereihin, ei sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltaminen edellytä, että vakioitujen johdannaisten kohde-etuuden tulisi olla

---

[354] Ks. OptioKL 1 luvun 2 § johdaissopimusten määritelmistä.
[355] Ks. AML 10 luku.
[356] HE 254/1998 vp, s. 36.

Suomessa noteerattu arvopaperi.[357] Niihin sovelletaan tältä osin suoraan arvopaperin määritelmää ja ne ovat itse Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös kieltää käyttämästä julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi, joten esimerkiksi mahdollisen Suomessa vakioidun sähköjohdannaisen osalta sisäpiirintiedon liittyminen koko sähkömarkkinoihin, kuten tieto jonkin ydinvoimalan sulkemisesta, voi olla itse asiassa julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin eli sähköjohdannaiseen liittyvää sisäpiirintietoa.

Sisäpiirisäännöksen soveltaminen koskee Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita. RL 51:6.3, OptioKL 5:3.2 ja AML 10:1 ulottavat säännöksen koskemaan myös vakioituja johdannaisia. Kuten edellä todettiin vakioitujen johdannaisten osalta, sisäpiirisäännöstä ei ole rajattu koskemaan vain sellaisia johdannaisia, joiden kohde-etuus on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi. Tämän johdosta sisäpiirisäännöksen soveltamisala voi kattaa vakioitujen johdannaisten kautta myös pelkästään ulkomailla listattuja yhtiöitä.[358] Lainsäätäjän tarkoituksena ei välttämättä ole ollut erityisesti laajentaa sisäpiirisäännöksen soveltamisalaa ulkomailla noteerattuihin arvopapereihin, koska suomalaisella sääntelyllä ei yleensä pyritä turvaamaan luottamusta ulkomaisten arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Säännöksen tarkoituksena on lähinnä ollut suojata julkista johdannaiskaupankäyntiä Suomessa. Periaatteessa mainitunlainen tapaus voidaan käsitellä sisäpiirintiedon väärinkäyttönä sekä Suomessa että kyseisessä muussa maassa.[359]

Vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettava johdannaissopimus voi olla mikä tahansa johdannaissopimus, joka on kaupankäynnin ja selvityksen kohteena muulla säännellyllä ja viranomaisten valvonnassa olevalla markkinalla kuin kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetussa laissa tarkoitetussa optioyhteisössä. Muulta säännellyltä markkinalta edellytetään sitä, että markkinapaikka ja kaupankäynti on ainakin vastaavan sääntelyn ja toimivaltaisen viranomaisen valvonnan kohteena kuin suomalaisen optioyhteisön osalta on tilanne. Sillä ei ole säännöksen soveltamisen kannalta merkitystä, missä maassa tällainen säännelty markkinapaikka on. Kyseeseen tulevat ETA-alueella sijaitsevat johdannaispörssit kuten Eurex mutta myös ETA-alueen ulkopuolella olevat markkinapaikat.[360]

---

[357] Ibid.

[358] Ks. OptioKL 3:2.

[359] Ks. Sisäpiiridirektiivin 5 artikla, joka olisi mahdollistanut sisäpiirikaupan kiellon ulottamisen kaikkiin sellaisiin arvopapereihin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi jonkin jäsenvaltion säännellyillä markkinoilla. Ks. myös 2003/6/EY: MAD 10 artikla, joka edellyttää kiellon laajentamisen muihin jäsenmaihin.

[360] Ks. AML 10:1a ja HE 47/1999 yksityiskohtaiset perustelut.

Vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavan johdannaissopimuksen osalta arvopaperin määritelmän soveltamisen edellytyksenä on kuitenkin, että johdannaisen kohde-etuutena on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi. Tämä johtuu lähinnä siitä, että sisäpiirisäännösten suojan kohteena on luottamus Suomen arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen. Vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettava johdannaissopimus tarkoittaa ulkomailla vakioituja johdannaissopimuksia, joilla käydään julkisesti kauppaa ulkomailla. Jollei niiden kohde-etuutena ole Suomessa noteerattu arvopaperi vaan ainoastaan ulkomailla noteerattu arvopaperi, ei niillä ole mitään merkitystä Suomen arvopaperimarkkinoiden luottamuksen kannalta. Toisaalta myös Suomen rikoslain soveltaminen mahdolliseen ulkomailla tehtyyn rikokseen edellyttää aina jonkinlaista liittymää Suomeen, ellei teon voida katsoa tapahtuneen ainakin osittain Suomessa.

Arvopaperin käsitteeseen eivät säännöksen määritelmän mukaan kuulu OTC-johdannaiset. Näitä ovat johdannaissopimukset, jotka eivät ole kaupankäynnin tai selvityksen kohteena suomalaisessa optioyhteisössä tai muulla säännellyllä ja viranomaisen valvonnassa olevalla markkinapaikalla.[361] Vaikka OTC-johdannaisia ei luetakaan kuuluvaksi kyseisen rikoslain säännöksen mukaiseen arvopaperin käsitteeseen, on näilläkin johdannaissopimuksilla, kuten muillakin johdannaissopimuksilla, mahdollista loukata suomalaisten arvopaperimarkkinoiden integriteettiä ja rikkoa sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa. Samasta syystä kuin vakioituihin johdannaisiin rinnastettavien johdannaistenkin osalta on sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskevaa säännöstä tarpeen soveltaa OTC-johdannaisiin vain niissä tapauksissa, joissa johdannaissopimuksen kohde-etuutena on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi.[362]

Vakioiduissa tai niihin rinnastettavissa johdannaissopimuksissa kauppojen osapuolten vastapuolena toimii optiokauppojen selvityksestä vastaava yhteisö. Kaupankäynti optiopörssissä on järjestetty siten, että anonyymisti syntyneet optiokaupat puretaan kauppojen selvityksen yhteydessä kahdeksi johdannaissopimussuhteeksi, jolloin kaupan kummankin osapuolen vastapuoleksi tulee optiokauppojen selvityksestä vastaava yhteisö.[363] Siitä huolimatta, että kaupat puretaan selvitystä varten ja kaupan kummankin osapuolen vastapuoleksi tulee selvitysyhteisö, ei sisäpiirintietoa hyväksikäyttäneen vastapuoli eli selvitysyhteisö ole se, joka kärsii vahinkoa sisäpiiririkokseen syyllistyneen toimien johdosta, koska selvitysyhteisö on samanaikaisesti vastapuolena myös kaupan toisen osapuolen kanssa vastakkaiseen suuntaan. Vahingon kärsii siten tuntematon ja sattumanvarainen kaupan vastapuoli sekä markkinat kokonaisuudes-

---

[361] Ks. AML 10:1b, jossa OTC-johdannaisen sijasta käytetään nimitystä muu johdannaissopimus.
[362] AML 10:1b ja HE 47/1999 yksityiskohtaiset perustelut; Ks. OTC-johdannaisista enemmän luvussa III 2.4.3.
[363] HE 53/1988, s. 4.

saan. Selvitystoimintoa ylläpitävä yhteisö vastaa myös johdannaissopimusten edellyttämistä vakuusjärjestelyistä.

2.2 LIITYNTÄ ARVOPAPERIIN

Sisäpiirisäännöksen mukaan sisäpiirintiedon on liityttävä arvopaperiin. Sanalla *liittyvä* on tarkoitus selkeästi jo lakitekstissä kuvata sitä, ettei sisäpiirintiedon tarvitse koskea vain kaupan kohteena olevaa arvopaperia, vaan kaikki sellainen tieto, jonka vaikutus kohdistuu tiettyihin arvopapereihin tai jopa arvopaperimarkkinoihin yleensä, voi olla sisäpiirintietoa. Tämä tavoite oli sanottu jo nykyistä säännöstä edeltänyttä AML 5:1:ää koskevan hallituksen esityksen perusteluissa ja sen katsottiin sisältyvän ilmaisuun "arvopaperia koskeva tieto". Koska sisäpiirintiedon ei tarvitse sisältää mitään välittömästi tiettyä arvopaperia koskevia seikkoja, rikoslaissa katsottiin paremmaksi käyttää ilmaisua "liittyvä". Sisäpiirintiedon käsitettä ei myöskään haluttu rajoittaa vain liikkeeseenlaskijaa koskevaan tietoon, vaan tieto voi koskea useita liikkeeseenlaskijoita ja yhtä tai useampaa arvopaperia. Hallituksen esityksen perustelujen mukaan arvopaperia koskeva tieto kattaa myös arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevat tiedot. Näin on myös rikoslain säännöstä tulkittava.[364]

Arvopaperimarkkinoihin kokonaisuudessaan tai tiettyyn toimialaan vaikuttavaa tietoa ovat esimerkiksi sellaiset taloudelliseen kehitykseen yleisesti vaikuttavat seikat, jotka eivät ainakaan suoranaisesti koske vain tiettyä liikkeeseenlaskijaa tai arvopaperia. Muun muassa valuutan ulkoisen arvon muutos vaikuttaa yleensä voimakkaasti useiden arvopaperien arvoon tai hintaan, samoin keskuspankin päätös muuttaa viitekorkoa tai sen ohjautumistapaa. Myös valmisteilla olevat olennaiset muutokset yhteisö- tai verolainsäädäntöön, kansainvälistä taloudellista yhteistyötä tai sen rajoituksia koskevat suunnitelmat sekä yleensä vireillä olevat muutokset, jotka merkitsisivät jollekin toimialalle lisääntyviä kustannuksia, esimerkiksi tieto kiristyvistä ympäristönsuojeluvaatimuksista, voivat olla tällaista tietoa. Lisäksi kansantalouden yleistä tilaa koskevat tiedot, kuten tullihallituksen kauppatasetilastotiedot ja työllisyyden kehitystä koskevat tilastotiedot, voivat liittyä arvopaperiin säännöksessä edellytetyllä tavalla. Syy-yhteyden tällaisen tiedon ja arvopaperin arvon muutoksen välillä on kuitenkin oltava selvä siten, että nimenomaan kyseinen tieto saattaa vaikuttaa keskeisesti arvopaperin arvoon.[365]

Arvopaperiin liittyvänä tietona voidaan pitää myös markkinatietoa eli tietoa arvopapereita koskevista toimeksiannoista. Tavallista toimeksiantoa koskeva

---

[364] HE 254/1998 vp, s. 34.
[365] KM 1991:48, s. 378–379.

tieto on vain harvoin sisäpiirintietoa, koska käytännössä toimeksiannoilla ei yleensä ole niin huomattavaa vaikutusta, että ne olisivat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Liikkeeseenlaskijaa koskevista tiedoista arvopaperiin liittyviä tietoja ovat hallituksen esityksen mukaan kiistattomasti esimerkiksi tiedot suunnitteilla olevasta julkisesta osto- tai lunastustarjouksesta, tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen sisällöstä, osakeannista, suurista investoinneista, merkittävistä keksinnöistä sekä yrityskaupoista ja sulautumisista toiseen yhtiöön samoin kuin tiedot taloudellisista vaikeuksista tai päätöksestä hakea yhtiö konkurssiin, yrityssaneeraukseen tai selvitystilaan.[366]

Oikeuskäytäntö tuntee yhden tapauksen, jossa oikeus joutui erityisesti pohtimaan tiedon liittymistä liikkeeseenlaskijaan.

Helsingin käräjäoikeus on tuomiossaan[367] todennut, että arvopaperimarkkinalain 5 luvun 1 §:ää sekä rangaistussäännöksen sisältävää 8 luvun 1 §:ää oli muutettu 9.8.1993 annetulla lailla, joka oli tullut voimaan 1.1.1994. Säännöstä koskevan hallituksen esityksen[368] mukaisesti luottamuksellisen yritystiedon väärinkäytön kieltoa laajennettiin sisäpiirintiedon käsitteen osalta. Tällaista tietoa olisi myös tieto arvopaperista itsestään eikä vain sen liikkeeseenlaskijasta.

Vastaaja B oli käyttänyt vastaaja A:n hänelle antamia tietoja hyväkseen ostamalla vastaaja A:n kanssa tekemänsä sopimuksen mukaisesti 18.10.1993 erään yhtiönsä kautta pörssistä 30 000 kappaletta Metsä-Serla Oy:n B-osaketta, pääomaltaan yhteensä 7 027 312,50 markkaa. Vastaaja B oli myynyt mainitut osakkeet 25.10.1993 ja saanut voittoa 80 873,20 markkaa.

Käräjäoikeuden mukaan ei sillä seikalla, että syyttäjä oli otsikoinut syytteen sisäpiirintiedon väärinkäytöksi, ollut sinänsä merkitystä asian arvostelussa. Sen sijaan syyttäjä oli teonkuvauksessaan katsonut vastaaja A:n saaneen tietää julkisen kaupankäynnin kohteena olevaa *arvopaperia koskevia* julkistamattomia seikkoja, ja että vastaaja B oli käyttänyt hyväkseen vastaaja A:n hänelle antamia tietoja. Helsingin käräjäoikeus on tuomiossaan siten katsonut, ettei syyttäjän esittämän syytteen teonkuvaus vastaa syytteenalaisen teon väitettyyn tapahtuma-aikaan voimassa olleen arvopaperimarkkinalain 5 luvun 1 §:n säännöstä.

Syyttäjän teonkuvauksessa oli kerrottu Metsä-Serla Oy:n ja suomalaisten pankkien välillä aloitetuista neuvotteluista elo-syyskuussa 1993 koskien sitä, että Metsä-Serlan onnistuessa myymään omistamiaan ja pantattuja Repola Oy:n osakkeita, pankit vapauttavat Repolan osakkeet panttauksesta. Repolan osakkeiden myynti liittyi Metsä-Serlan tervehdyttämisohjelmaan, jonka tarkoituksena oli nostaa yhtiön omavaraisuutta. Repolan osakkeiden myynnistä kertyi Metsä-Serlalle rahaa 1 550 miljoonaa markkaa, mikä osaltaan vaikutti siihen, että yhtiön rahoituksellinen asema vuonna 1993 palautui hyvälle tasolle. Metsä-Serla julkisti tiedon Repolan osakkeiden myynnistä

[366] HE 254/1998 vp, s. 34.
[367] Hgin KäO R 98/2408 (26.1.1999).
[368] HE 318/1992 vp.

22.10.1993 pörssitiedotteella. Vastaaja A oli neuvonut B:tä kertomalla edellä mainitut tiedot ennen niiden julkistamista sekä lisäksi muun muassa siitä, että Metsä-Serlan tulos tulee näyttämään seitsemän prosentin voittoa keväällä 1994.

Käräjäoikeus jätti ratkaisussaan aivan oikein ottamatta huomioon sen, että syyttäjä oli rubrisoinut teon sisäpiirintiedon väärinkäytöksi, vaikka tekohetkellä oikea nimike olisi ollut luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö. Syytesidonnaisuuden kannalta ratkaisevaa on teonkuvaus eikä väärä otsikko. Käräjäoikeuden tulkinnan heikkoudeksi muodostui kuitenkin se, että se tarttui syyttäjän käyttämään terminologiaan syytteen teonkuvauksessa, jossa syyttäjä käytti sanontaa *arvopaperia* koskeva julkistamaton tieto. Tekohetken lain mukaan luottamuksellisen yritystiedon tuli koskea julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin *liikkeeseenlaskijaa*.

Käräjäoikeuden olisi tullut katsoa tarkemmin syyttäjän käyttämän lausuman taakse itse teonkuvaukseen, josta käy selvästi ilmi, että kyseinen luottamuksellinen tieto oli nimenomaan liikkeeseenlaskijaa koskevaa tietoa eikä vain sen arvopaperia koskevaa. Teonkuvauksen mukaan Metsä-Serla myi osakkeita, jonka johdosta sen omavaraisuus parani ja rahoituksellinen asema palautui hyvälle tasolle sekä yhtiön tuloksen arvioitiin tulevan näyttämään seitsemän prosentin voittoa. Teonkuvaus oli siten oikea eikä sillä asialla, että syyttäjä on syytteessään luonnehtinut tietoja arvopaperia koskeviksi seikoiksi, ole merkitystä asian ratkaisun kannalta varsinkaan, kun arvopaperin liikkeeseenlaskijaa koskevat seikat käsitteellisestikin ovat myös arvopaperia koskevia seikkoja.[369]

2.3 JULKINEN KAUPANKÄYNTI JA MUU KAUPANKÄYNTIMENETTELY

Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös edellyttää, että sisäpiirintieto liittyy arvopaperiin, jolla käydään julkisesti kauppaa tai joka on muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteen saattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn ja yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena. Julkinen kaupankäynti on nimenomaisesti määritelty AML 1:3:ssä ja muu kaupankäyntimenettely AML 3:16:ssä, joten mikä tahansa kaupankäyntimenettely, esimerkiksi sanomalehdessä tai Internetissä, ei täytä tunnusmerkistön kriteeriä[370].

---

[369] Ks. Hgin HO R 99/427 (9.5.2000). Helsingin hovioikeus kumosi käräjäoikeuden mainitulla perusteella antaman tuomion ja palautti asian takaisin käräjäoikeuteen uudelleen käsiteltäväksi. Helsingin käräjäoikeus (Hgin KäO R 00/12747, 28.1.2002) asiaa uudelleen käsitellessään katsoi syytteen tapahtumakuvauksen olleen oikean (s. 7) ja tuomitsi molemmat vastaajat sakkoihin (ei lainvoimainen).

[370] Ks. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 198. AML 3:16:ssä tarkoitettu kaupankäyntimenettely ei ole laissa tarkoitettua julkista kaupankäyntiä, sillä VM ei vahvista sitä koskevia sääntöjä.

> AML 1:3:n mukaan arvopaperilla käydään julkisesti kauppaa arvopaperipörssin pörssilistalla (pörssiarvopaperi) tai muussa ostajien ja myyjien yhteen saattamiseksi ammattimaisesti järjestetyssä kaupankäynnissä, jolle on tämän lain mukaisesti vahvistettu säännöt (markkina-arvopaperi).[371]

Huomattavaa on ennen kaikkea se, että sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä sovelletaan ainoastaan sellaiseen arvopaperiin, joka on Suomessa julkisen kaupankäynnin tai edellä mainitun muun kaupankäyntimenettelyn kohteena.[372] Niin sanotuissa kaksoislistaustilanteissa ei sillä, että toteuttaa sisäpiirintiedon perusteella kaupan ulkomaisessa pörssissä, vapaudu säännöksen soveltamisesta, koska kyseinen arvopaperi on julkisen kaupankäynnin kohteena myös Suomessa. Pelkästään ulkomailla listatut arvopaperit jäävät säännöksen soveltamisalan ulkopuolelle. Yleensä rikostunnusmerkistön edellyttämä julkisen kaupankäynnin kriteeri on helposti todettavissa, mutta joissakin muuhun lainsäädäntöön kuuluvissa erityistilanteissa voi ilmetä tulkinnallisia ongelmia tämän suhteen.

> Korkeimman hallinto-oikeuden mukaan varainsiirtoverolain 15 §:n 5 momentin 1 kohdan viittaus AML 1 luvun 3 §:ssä tarkoitettuun julkiseen kauppaan ei ole viittaus tiettyyn maantieteelliseen kaupantekopaikkaan vaan tiettyyn kaupantekomenettelyyn. Varainsiirtoverolain 15 §:n 5 momentin 1 kohdan säännöstä ei ole rajattu koskemaan vain kotimaista tai suomalaista arvopaperipörssiä.[373]
>
> Korkeimman hallinto-oikeuden mukaan listautumisen yhteydessä tapahtuneen osakemyynnin on katsottu tapahtuneen AML:n 1 luvun 3 §:ssä tarkoitetussa julkisessa kaupassa. Perusteluina oikeus totesi osakekaupan edellyttävän syntyäkseen muun muassa sitä, että kaupan kohde ja osapuolet ovat yksilöityjä. Listautumismyynnissä kunkin yksittäisen osakekaupan kohteena olleet nimenomaiset osakkeet ja niitä koskeneen kauppatapahtuman osapuolet ovat tulleet yksilöidyiksi vasta siinä vaiheessa, kun kaupat on toteutettu pörssin sääntöjen mukaisesti preavauskauppoina ja kirjattu pörssin HETI-järjestelmään.[374]

---

[371] Ks. Sisäpiiridirektiivin 1 artiklan 2 kohta, jossa puhutaan kaupankäynnistä arvopapereilla, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi markkinapaikalla, joka on julkisen vallan tunnustamien viranomaisten sääntelemä ja valvoma, joka toimii säännöllisesti ja johon yleisöllä on pääsy suoraan tai välillisesti.

Helsingin Pörssissä julkinen kaupankäynti jakautuu neljään eri alueeseen; päivän avaus, jatkuva kaupankäynti sekä jälkipörssi I ja II. Noteeratuilla arvopapereilla on myös mahdollista käydä kauppaa pörssin ulkopuolella.

[372] Vrt. AML 1:1:n 2 momentti, jossa liputussäännösten osalta on erikseen todettu niiden koskevan suomalaista osakeyhtiötä myös silloin, kun sen osake on otettu julkista kaupankäyntiä vastaavan kaupankäynnin kohteeksi ETA-alueella.

[373] KHO 2000:64.

[374] KHO 2002:58. Hallinto-oikeuden päätöksessä lausutuilla perusteilla korkein hallinto-oikeus katsoi, ettei ole syytä muuttaa hallinto-oikeuden päätöksen lopputulosta, joka siis jäi pysyväksi. Ks. Helsingin hallinto-oikeus 03753/00/1400 (31.10.2000).

AML 3:16:n mukaan vain arvopaperipörssi tai arvopaperinvälittäjä saa ammattimaisesti järjestää arvopaperien ostajien ja myyjien yhteen saattamiseksi kaupankäyntimenettelyn, joka on yleisön käytettävissä. Tämän kaupankäyntimenettelyn kohteeksi voidaan ottaa myös yksityisen osakeyhtiön arvopapereita, mikä parantaa niihin sijoittavien mahdollisuuksia määrätä omistuksestaan.[375] Tarjottaessa yleisölle näitä yksityisen osakeyhtiön arvopapereita on ilmoitettava, että niitä ei voida lainkaan ottaa AML 1:3:n mukaisen julkisen kaupankäynnin kohteeksi eikä toisaalta jo julkisen kaupankäynnin kohteena olevilla arvopapereilla voida käydä kauppaa tässä muussa kaupankäyntimenettelyssä.[376]

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on ulotettu koskemaan julkisen kaupankäynnin lisäksi myös muuta kaupankäyntimenettelyä. Muussa kaupankäyntimenettelyssä on samalla tavalla mahdollista kuin julkisessa kaupankäynnissä, että arvopapereista tai niiden liikkeeseenlaskijoista paremmin perillä olevat henkilöt saattavat pyrkiä hyötymään tiedoistaan toisten osapuolten vahingoksi. Tällainen toiminta vahingoittaa samalla koko kaupankäyntimenettelyn luotettavuutta.[377]

Julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoille on arvopaperimarkkinalaissa asetettu jatkuva ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus. Nämä velvoitteet eivät kuitenkaan koske muun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita.[378] Vaikka tiedonantovelvollisuudet liittyvät hyvin läheisesti sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, voidaan henkilö tuomita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä riippumatta siitä, onko arvopaperin liikkeeseenlaskija kyennyt noudattamaan mainittuja tiedonantovelvollisuuksia vai ei. Varsinkin jatkuva tiedonantovelvollisuus on merkittävä myös muussa kaupankäyntimenettelyssä. Tämän kaupankäyntimenettelyn kohteeksi otettujen arvopaperien liikkeeseenlaskijoilla on itsellään tarve tiedottaa niitä koskevista julkistamattomista ja arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista, koska muuten sisäpiirintietoa omaavat tahot, kuten yrityksen johto, eivät voisi juurikaan käydä kauppaa oman yhtiönsä arvopapereilla. Sisäpiirintiedolla ei toisaalta ole edes mahdollista hyötyä, jos tietoa ei joskus julkaista tai se ei muuten leviä markkinoiden tietoon ja siten pääse vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Liikkeeseenlaskijoiden tarvetta oma-aloitteiseen tiedottamiseen voidaan verrata erääseen USA:ssa vaikuttaneeseen sisäpiiriteoriaan. The equal access -teorian perussisällön mukaan kaikilla kaupankävijöillä on velvollisuus markkinoita kohtaan joko julkistaa hallitsemansa sisäpiirintieto tai pidättyä kaupan-

---

[375] HE 184/2001 vp, s. 59.

[376] Ks. AML 3 luvun 16 § ja OYL 1 luvun 2 §.

[377] HE 184/2001 vp, s. 60–61. Muuhun kaupankäyntimenettelyyn sovelletaan myös säännöstä sisäpiirintiedon väärinkäytön törkeästä tekomuodosta.

[378] Ks. HE 184/2001 vp, s. 37–38. Muussa kaupankäyntimenettelyssä voidaan käydä kauppaa arvopapereilla, joiden liikkeeseenlaskijaa ja joilla käytävää kauppaa koskevien tietojen saatavuus Suomessa on riittävällä tavalla turvattu. Tämä vaatimus on omiaan korostamaan itsesääntelyä.

käynnistä, kunnes tieto on julkistettu. Teorian perusteet löytyvät SEC:n ratkaisusta Cady, Roberts & Co[379] ja liittovaltion Second Circuit -tuomioistuimen päätöksestä Texas Gulf Sulphur[380], joissa tuomioistuimet olivat markkinoiden rehellisyyden ja lahjomattomuuden tähden nojanneet päätöksensä siihen perusteeseen, ettei julkistamaton tieto ollut ollut kaupan toisen osapuolen löydettävissä, eli edistääkseen disclose-or-abstain vaatimusta, joka eliminoi tiedollisen epätasapainon osapuolten väliltä.[381]

Sääntely muissa maissa

Sisäpiiridirektiivin 2 artiklan 3 kohdan mukaan sisäpiirikauppaa koskeva kielto on ulotettava kaikkiin sellaisiin arvopaperikauppoihin, joiden toteuttamisessa on käytetty ammattimaista välittäjää. Arvopaperin on 1 artiklan 2 kohdan mukaan lisäksi oltava kaupankäynnin kohteena markkinapaikalla, joka on julkisen vallan tunnustamien viranomaisten sääntelemä ja valvoma, joka toimii säännöllisesti ja johon yleisöllä on pääsy suoraan tai välillisesti. Jäsenvaltioille on lisäksi annettu mahdollisuus säätää, että kieltoa ei sovelleta sellaisiin kauppoihin, jotka toteutetaan markkinapaikan ulkopuolella käyttämättä ammattimaista välittäjää.

Ruotsin sisäpiiririkoslain[382] 2 §:n sisäpiirikaupan kieltävä säännös koskee kaupankäyntiä arvopaperimarkkinoilla. Lain 1 §:n 2 kohdan mukaan kaupankäynti arvopaperimarkkinoilla tarkoittaa kaupankäyntiä arvopaperipörssissä tai muulla organisoidulla markkinapaikalla taikka kauppaa jonkun sellaisen kautta, joka ammattimaisesti harjoittaa sijoituspalveluiden tarjoamista. Sisäpiiridirektiivin implementointi on Ruotsissa osittain johtanut soveltamisalaltaan suppeampaan lopputulokseen kuin Suomessa, koska ruotsalainen sisäpiirisäännös ei kata tilanteita, joissa on kyse pörssin ulkopuolisista ilman välittäjää tehdyistä niin sanotuista face to face -kaupoista.[383] Toisaalta ruotsalaisen säännöksen soveltamisala on laajempi, koska se koskee myös ulkomaisessa pörssissä kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita ainakin silloin, kun kaupankäynnissä on käytetty ruotsalaista välittäjää apuna.[384]

---

[379] 40 SEC 907 (1961).

[380] 401 F.2d (2d Cir. 1968), cert den. 394 U.S. 976 (1969).

[381] Ks. USA:n sisäpiiriteorioista enemmän luvussa II 2.3.

[382] Insiderstrafflag 2000:1086.

[383] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 60; Afrell-Klahr-Samuelsson: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 279, joiden mukaan lainsäätäjän tarkoituksena oli saattaa kiellon piiriin vain kaikki *anonyymit* kaupat finanssi-instrumenteilla.

Ks. FI: 2002:1, s. 30. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi suurella todennäköisyydellä laajentaa kaupankäyntikiellon koskemaan myös pörssin ulkopuolisia kauppoja.

[384] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 86. Face to face -kauppoihin voidaan soveltaa petossäännöstä.

Ks. Tukholman käräjäoikeus B 1432–99 (25.1.2001) ja Svea Hovrätt Mål B 1461/01 (20.6.2002), s. 20. Tukholman käräjäoikeus velvoitti tapauksessa vastaajat menettämään Ruotsissa listatun yhtiön osakkeilla tehdyistä kaupoista saatujen voittojen lisäksi myös USA:ssa listatun yhtiön osakkeilla tehdyistä kaupoista saadut voitot. Vaikka tapauksessa oli kyse Ruotsin vanhan sisäpiirilain tulkinnasta, on nykyisessä laissa määritelty kaupankäynti arvopaperimarkkinoilla aivan samalla tavalla. Ks. myös Prop.1999/2000:109, s. 59, jossa todetaan muun muassa, ettei "finansiellt instrument" käsitettä tule muuttaa suhteessa vanhan sisäpiirilain määritelmään.

Norjan arvopaperikauppalain[385] 2–1 §:n mukaan norjalaisessa pörssissä tai norjalaisella auktorisoidulla markkinapaikalla noteerattujen tai noteerattaviksi haettujen finanssi-instrumenttien merkinnät, ostot, myynnit tai vaihdot ovat kiellettyjä sisäpiirintietoa hyväksikäyttäen. Norjan sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto menee soveltamisalaltaan suomalaista sisäpiirisäännöstä pidemmälle ottaessaan kiellon piiriin myös sellaisilla finanssi-instrumenteilla tehdyt kaupat, jotka eivät vielä ole noteerauksen kohteena, mutta joiden noteeraamista norjalaisessa pörssissä tai auktorisoidulla markkinapaikalla oli kaupantekohetkellä haettu. Norjassa sisäpiirisääntely koskee kaikkia kauppoja riippumatta siitä, onko kauppa tehty pörssissä vai pörssin ulkopuolella face to face -kauppana. Ruotsin sisäpiirikaupankäyntiä koskevaan kieltoon verrattuna norjalainen säännös (2–4 §) on selvempi sen suhteen, että kielto voi ulottua myös kaupankäyntiin sellaisilla arvopapereilla, jotka on noteerattu pelkästään ulkomaisessa pörssissä. Edellytyksenä kuitenkin on, että teko on tehty Norjassa ja että teon kohteena oleva finanssi-instrumentti on kaupankäynnin kohteena muulla säännellyllä markkinapaikalla ETA-alueella.

Tanskan arvopaperikauppalain[386] 34(1) §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa sovelletaan sellaisilla arvopapereilla tehtyihin kauppoihin, jotka on hyväksytty pörssiin listattavaksi tai kaupankäynnin kohteeksi taikka joilla käydään kauppaa auktorisoidulla tai vastaavalla säännellyllä markkinapaikalla. Sisäpiirikaupan kielto kattaa myös listaamattomat instrumentit, jotka liittyvät yhteen tai useampaan pörssissä listattuun tai siellä kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin taikka arvopaperiin, jolla käydään kauppaa auktorisoidulla markkinapaikalla[387]. Tanskassa, Ruotsin ja Norjan tavoin, sisäpiirintiedon väärinkäytönkielto voi ulottua myös kaupankäyntiin sellaisilla arvopapereilla, jotka on noteerattu pelkästään ulkomaisessa pörssissä. Tanskassa ei kuitenkaan ole samanlaisia lisäedellytyksiä kuin Ruotsissa, että kaupankäynnissä olisi käytetty ammattimaista välittäjää apuna tai kuin Norjassa, että teon pitäisi olla tehty Norjassa sen lisäksi että teon kohteena oleva arvopaperi on kaupankäynnin kohteena muulla säännellyllä markkinapaikalla ETA-alueella.[388]

Saksan arvopaperikauppalain[389] 14 §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa sovelletaan sisäpiiriarvopapereihin. Sisäpiiriarvopapereita ovat lain 12 §:n mukaan sellaiset arvopaperit, jotka on otettu virallisen kaupankäynnin kohteeksi saksalaisessa pörssissä tai vapaamarkkinalla (Freiverkehr) taikka otettu kaupankäynnin kohteeksi organisoidulla markkinapaikalla jossain muussa Euroopan Unionin jäsenmaassa tai Euroopan talousalueeseen kuuluvassa maassa. Sisäpiiriarvopapereita ovat myös erilaiset oikeudet merkitä, hankkia tai luovuttaa arvopapereita riippumatta siitä, onko sovittu

---

[385] Lov om verdipapirhandel no. 79, 19.6.1997. Lakia viimeksi muutettu 5.7.2002 nr. 64.

[386] Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr. 587 af 09/07/2002.

[387] Vrt. Hansen: Informationsmisbrug, s. 53–54, jonka mukaan tanskalainen sisäpiirisäännös ei koskisi kauppoja, jotka on tehty pörssin tai muun säännellyn markkinapaikan ulkopuolella.

[388] Arvopaperikauppalain 16(1) §:n mukaan pörssillä tarkoitetaan tanskalaisten pörssien lisäksi pörssejä sekä EU:n alueella että Finanstilsynetin tunnustamana myös EU:n ulkopuolisia pörssejä.

[389] Gesetz über den Wertpapierhandel / Wertpapierhandelsgesetz – WpHG, 9.9.1998. Viimeksi muutettu 23.7.2002.

kohde-etuuden luovutuksesta vai suorituksen korvaavasta hyvityksestä, sekä osake- tai korkoindeksitermiinit taikka korkotermiinit ja muut termiinit ja futuurit, jotka pitävät sisällään sitoumuksen arvopapereiden hankkimisesta tai luovuttamisesta. Lisäedellytyksenä kuitenkin on, että mainitut oikeudet tai termiinisopimukset sekä niiden kohde-etuutena olevat arvopaperit on otetun kaupankäynnin kohteeksi jollain edellä mainitulla organisoidulla markkinapaikalla. Kaikki nämä arvopaperit katsotaan säännöksen mukaan otetun kaupankäynnin kohteeksi organisoidulla markkinapaikalla tai vapaamarkkinalla, jos hakemus niiden ottamisesta kaupankäynnin kohteeksi on tehty tai julkisesti kuulutettu. Säännös koskee samalla tavalla jo niin sanottuja listalle aikojia kuin esimerkiksi vastaava norjalainen säännös. Saksalainen sisäpiirisäännös ei sulje soveltamisalan piiristä pörssin ulkopuolisia face to face -kauppoja. Ratkaisevaa on vain, että sisäpiirintietoa käytetään sisäpiiriarvopaperien kaupassa. Saksan, niin kuin Ruotsin, Norjan ja Tanskan, sisäpiirikaupan kielto voi kattaa myös kaupankäynnin sellaisilla arvopapereilla, jotka on noteerattu pelkästään ulkomaisessa pörssissä.

Ranskassa sisäpiirikaupan kieltävien säännösten soveltamisala on laaja. Ranskalaiset tuomioistuimet ovat tulkinneet sekä sisäpiiririkoksen[390] että sisäpiiririkkomuksen[391] tunnusmerkistön soveltuvan ulkomailla tehtyyn kaupankäyntiin silloin, kun kaupan kohteena olevat arvopaperit on listattu Ranskassa. Molemmat säännökset kattavat pörssissä tehtyjen kauppojen lisäksi myös pörssin ulkopuoliset kaupat.[392] Näistä kahdesta tunnusmerkistöstä ainoastaan sisäpiiririkos on sovellettavissa tapauksiin, joissa on kyse Ranskan ulkopuolella noteeratuista arvopapereista. Tällöin edellytyksenä kuitenkin on, että jotkut tunnusmerkistöön kuuluvat elementit ovat tapahtuneet Ranskassa, kuten esimerkiksi sisäpiirintiedon perusteella tehty arvopaperin osto- tai myyntitoimeksianto.[393]

Yhdistyneessä kuningaskunnassa rikoslain mukaisen sisäpiirintiedon väärinkäytön soveltamisala on määritelty CJA[394] 62(1) §:ssä. Sen mukaan henkilö ei ole syyllinen rikokseen, ellei:

a) hän ollut Yhdistyneen kuningaskunnan alueella sillä hetkellä, kun hänen väitetään tehneen teon tai osan siitä, tai
b) kyseessä ollut Yhdistyneen kuningaskunnan alueella sijaitseva säännelty markkinapaikka, taikka
c) teon tekemisessä ole käytetty ammattimaista arvopaperinvälittäjää, joka sijaitsi Yhdistyneen kuningaskunnan alueella tekohetkellä.

Vihjeen antajien ja niiden henkilöiden osalta, jotka luvatta ilmaisevat sisäpiirintietoa, sisäpiirisäännöstä sovelletaan CJA 62(2) §:n mukaan vain, jos vihjeen antaja tai tiedon ilmaisija taikka niiden vastaanottaja oli tapahtumahetkellä Yhdistyneen kuningaskunnan alueella. FSMA[395] 118(5) §:ssä on

---

[390] Délit d'initié 465–1 §, Code monétaire et financier, 15.11.2001 (loi n° 2001–1062).
[391] Manquement d'initié, COB:n määräys 90–08, 2–5 artiklat.
[392] Ks. La Cour de Cassation, Chambre Commerciale, 18.6.1996, Pourvoi no 94–13.660 Arrêt no 1247.
[393] Ks. La Cour de Cassation, Chambre Criminelle, 3.11.1992, Recueil Dalloz Sirey, 1993, 10 cahier.
[394] Criminal Justice Act 1993 (CJA)
[395] Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA), voimaan 1.12.2001.

ilmaistu markkinoiden väärinkäytön soveltamisala. Markkinoiden väärinkäytöksi ei katsota toimintaa, ellei se tapahdu Yhdistyneessä kuningaskunnassa tai sellaisten määriteltyjen sijoituskohteiden suhteen, joilla käydään kauppaa määrätyillä markkinoilla, jotka sijaitsevat Yhdistyneessä kuningaskunnassa tai, joille on elektroninen pääsy Yhdistyneestä kuningaskunnasta.[396]

Yhdistyneen kuningaskunnan rikoslain sisäpiirisäännös ei koske pörssin ulkopuolisia ilman välittäjää tehtyjä face to face -kauppoja. CJA 52(3) § ulottaa soveltamisalan vain niihin kauppoihin, jotka tapahtuvat säännellyillä markkinoilla tai joissa kauppaa käyvä henkilö käyttää ammattimaista arvopaperinvälittäjää taikka toimii itse ammattimaisena arvopaperinvälittäjänä.[397] Tältä osin sen soveltamisala on samanlainen kuin ruotsalaisen sisäpiirisäännöksen. Toisaalta markkinoiden väärinkäyttösäännöksen piiriin kuuluvan sisäpiirintiedon väärinkäytön sovellettavuus ulottunee myös näihin face to face -kauppoihin. FSMA 118(1)(a) § edellyttää toimintaa, joka tapahtuu sellaisten määriteltyjen sijoituskohteiden suhteen, joilla käydään kauppaa määrätyillä markkinoilla. Säännös ei kuitenkaan vaadi, että kauppojen tulisi myös tapahtua näillä markkinoilla.

2.4 NOTEERAAMATTOMAT ARVOPAPERIT

2.4.1 Erilaiset osakesarjat

Listatulla yhtiöllä saattaa olla kaksi osakesarjaa, joista vain toinen on julkisen kaupankäynnin kohteena. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös kieltää käyttämästä julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla *sellaisen* arvopaperin omaan tai toisen lukuun. Esimerkiksi tieto listatun yhtiön aikomuksesta tehdä jokin merkittävä yrityskauppa on ennen tiedon julkistamista sisäpiirintietoa, joka liittyy yhtiön molempiin sekä listattuun että listaamattomaan arvopaperiin. Tällaisessa kahden osakesarjan tapauksessa saattaa käydä niin, että sisäpiirisäännöstä rikkoo vain se, joka hankkii sisäpiirintiedon perusteella yhtiön listattua osaketta, mutta ei se, joka hankkii sisäpiirintiedon perusteella saman yhtiön listaamatonta osaketta.

---

[396] FSA: Code of Market Conduct kohta 1.1.7G sekä määriteltyjen sijoituskohteiden ja määrättyjen markkinoiden osalta luku 1.11

Ks. myös UK Treasury: Order 2001, jonka mukaan määrättyjä markkinoita (Prescribed Markets) ovat; COREDEAL, the International Petroleum Exchange, Jiway Ltd, the London International Financial Futures Exchange (LIFFE), the London Metal Exchange, the London Securities and Derivatives Exchange (OMLX), the London Stock Exchange and Tradepoint. Määriteltyjä sijoituskohteita (qualifying investments) ovat erilaiset finanssisijoitukset mukaanlukien velkainstrumentit, osakkeet ja johdannaiset.

[397] Ks. Steinberg: International Securities Law, s. 125.

Tällainen tulkinta seuraa säännöksessä olevasta viittauksesta sellaiseen arvopaperiin eli julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin, jollaista ei saa hankkia käyttämällä hyväksi sisäpiirintietoa. Sisäpiirisäännöksen sanamuodon mukainen tulkinta sallii siis sisäpiirintiedon perusteella hankkia sellaisia osakkeita, joita sisäpiirintieto koskee, mutta jotka eivät ole julkisen noteerauksen kohteena. Rikosoikeudessa erityisesti korostuvan laillisuusperiaatteen mukaan sekä lain- että oikeusanalogia on kielletty syytetyn vahingoksi, joten säännöstä ei saa soveltaa sen sanamuodon vastaisesti myös yhtiön sellaiseen arvopaperiin, joka ei ole julkisesti noteerattu.

Edellä mainittu tulkinta saattaa aluksi kuulostaa omituiselta ja jopa säännöksen tarkoituksen vastaiselta, koska itse sisäpiirintieto tällaisessa tapauksessa epäilemättä liittyy myös yhtiön listaamattomaan osakkeeseen, joten sisäpiirintiedon väärinkäytön luulisi toteutuvan riippumatta siitä, minkälaista yhtiön osakesarjaa hankitaan. Kumman tahansa osakesarjan hankinta tuo periaatteessa hyötyä tiedon väärinkäyttäjälle.

Tulkinta tulee ymmärrettäväksi kuitenkin juuri säännöksen tarkoituksen kautta. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä pidetään yleisesti yhtenä arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta kaikkein eniten heikentävänä menettelynä. Koska säännöksen tarkoitus on turvata luottamusta julkisiin arvopaperimarkkinoihin, on ymmärrettävää, että se kieltää edellä mainitussa esimerkkitapauksessa sisäpiirintiedon perusteella hankkimasta ainoastaan yhtiön julkisen kaupankäynnin kohteena olevaa osaketta. Sisäpiirisäännös ei erottele sitä, mistä sellainen arvopaperi hankitaan, joten säännös ulottuu myös noteeratuilla arvopapereilla julkisen kaupankäynnin ulkopuolella käytyihin kauppoihin eli niin sanottuihin pörssin ulkopuolisiin face to face -kauppoihin. Arvopaperimarkkinoiden suojaa ei ole kuitenkaan katsottu tarpeelliseksi ulottaa tilanteisiin, joissa arvopaperia ei ole lainkaan otettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Silloin kun käydään kauppaa noteeraamattomilla arvopapereilla, ostaja ja myyjä kohtaavat toisensa, toisin kuin pörssikaupassa. Näihin kauppoihin voidaan sen vuoksi soveltaa varallisuusoikeudellisista oikeustoimista annetun lain pätemättömyyssäännöksiä, jos ostaja salaa tietoonsa tulleen arvopaperin arvoon merkittävästi vaikuttavan seikan[398]. Sovellettaviksi saattavat tulla myös rikoslain 36 luvun petosta koskevat säännökset.[399]

---

[398] Ks. KKO 1985 II 58.

[399] HE 89/1996 vp, s. 184. Hallituksen esitys viittaa lähinnä sellaisiin arvopapereihin (yksityinen osakeyhtiö), joita ei aiemmin edes saanut ottaa julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Ks. HE 184/2001 vp, s. 1, jonka mukaan yksityisen osakeyhtiön arvopapereilla ei edelleenkään voitaisi käydä kauppaa arvopaperimarkkinalain tarkoittamassa julkisessa kaupankäynnissä, mutta kaupankäynti olisi mahdollista muussa ammattimaisesti järjestetyssä ja yleisön käytettävissä olevassa kaupankäyntimenettelyssä.

2.4.2. Muut arvopaperit

Samankaltaisen, mutta ehkä vielä hankalamman ongelman muodostavat erilaiset *julkisen kaupankäynnin ulkopuolella* olevat arvopaperit kuten osuudet vaihtovelkakirja- ja joukkovelkakirjalainoihin sekä optiolainat, optio-oikeudet, warrantit ja muut vastaavat oikeudet. Listattu yhtiö on saattanut laskea liikkeeseen esimerkiksi vaihtovelkakirjalainan, jota ei ole haettu julkisen kaupankäynnin kohteeksi. Tällaisessa tapauksessa vaihtovelkakirjan asema olisi kuitenkin sisäpiirintiedon väärinkäytön kannalta jossain määrin erilainen kuin edellä mainitussa esimerkissä yhtiön noteeraamattoman osakesarjan.

Vaihtovelkakirjan arvo seuraa pitkälti sen kohde-etuutena olevan osakkeen arvoa. Tarkoitus on myös yleensä jossain vaiheessa vaihtaa vaihtovelkakirja tiettyyn määrään sen kohde-etuutena olevia osakkeita. Sisäpiirisäännös kieltää julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin luovuttamisen tai hankkimisen sisäpiirintiedon avulla. Jos henkilö hankkii sisäpiirintiedon perusteella noteeraamattoman vaihtovelkakirjan, jonka hän sitten myöhemmin vaihtaa sen kohde-etuutena oleviksi noteeratuiksi osakkeiksi, voidaan hänen katsoa hankkineen julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita sisäpiirintiedon perusteella.

Tapaus eroaa klassisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä siinä, että noteerattuja osakkeita ei hankita suoraan vaan välivaiheena toimivan vaihtovelkakirjan avulla. Sisäpiirisäännös ei kuitenkaan edellytä, että hankinta olisi tehtävä suoraan, vaan säännös kieltää yksioikoisesti vain noteeratun arvopaperin hankkimisen sisäpiirintiedon avulla. Koska säännös vaikenee keinoista, joilla hankinta on mahdollista tehdä, voidaan edellä mainittua tulkintaa perustella sillä, että se täyttää säännöksen tarkoituksen kieltää noteerattujen arvopapereiden hankinta sisäpiirintiedon avulla. Tärkeintä olisi siis säännöksen tulkinnassa antaa painoa lopputulokselle eli sille, mikä on ollut tekijän hankinnan lopullisena tavoitteena. Tämä tulkinta ei näyttäisi myöskään olevan säännöksen sanamuotoa vastaan.[400]

Asia muuttuu hieman erilaiseksi, jos tekijä hankkii sisäpiirintiedon perusteella tällaisen noteeraamattoman vaihtovelkakirjan, jota hän ei vaihda osakkeiksi missään vaiheessa eikä hänen lopullisena tarkoituksenaankaan ole saada haltuunsa sen noteerattuja kohde-etuusosakkeita, vaan myydä vaihtovelkakirja myöhemmin paremmalla hinnalla eteenpäin. Hankinnan välitön kohde eli vaih-

---

[400] Vrt. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 320, jonka mukaan RL 51:1:ssä ei ole kielletty arvopapereiden välillistä hankkimista tai luovuttamista. Hän toteaa myös, että sisäpiirisäännöksiä ei sovelleta muihin kuin vakioituihin johdannaissopimuksiin, vaikka AML 10 luku ulottaa sisäpiirikaupan kiellon myös vakioituihin johdannaisiin rinnastettaviin johdannaissopimuksiin (AML 10:1a) sekä niin sanottuihin OTC -johdannaissopimuksiin (AML 10:1b), sikäli kuin niiden kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi.

tovelkakirja ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena eikä siten sisäpiirikaupan kiellon alainen, ja koska vaihtovelkakirjaa ei vaihdeta sen kohde-etuutena oleviin noteerattuihin osakkeisiin, ei tekijä ole missään vaiheessa hankkinut julkisen kaupankäynnin kohteena olevia arvopapereita säännöksen kieltämällä tavalla. Tekijä vain hyödyntää sisäpiirintietoa noteeraamattoman vaihtovelkakirjan avulla tarvitsematta koskeakaan mihinkään julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin. Hyöty saattaa olla tekijälle aivan yhtä hyvä kuin suoraan noteeratun arvopaperin hankkiminen, mikä taas olisi sisäpiirikaupan kiellon vastaista. Vaihdanta ja hinnanmuodostus eivät välttämättä ole kuitenkaan noteeraamattomilla arvopapereilla samaa tasoa.

Vaikka edellä kuvattu hyödyn tavoittelu tuntuisi olevan sisäpiirisäännöksen hengen vastaista, säännöksen sanamuoto edellyttäisi kuitenkin kyseisen toiminnan sallimista samalla tavalla, kuin sen mukaan on mahdollista sisäpiirintiedon perusteella hankkia sellaisia noteeratun yhtiön osakkeita, joita sisäpiirintieto koskee, mutta jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena. Siten tämänkaltaiseen vaihtovelkakirjatapaukseen tulisi soveltaa lähinnä petoksen tunnusmerkistöä.[401]

2.4.3 OTC-johdannaiset

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskevaa säännöstä on tarpeen soveltaa myös OTC-johdannaisiin (AML 10:1b), mutta vain niissä tapauksissa, joissa johdannaissopimuksen kohde-etuutena on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi.[402]

OTC-johdannaiset eroavat vakioiduista johdannaissopimuksista ja vakioituihin rinnastettavista johdannaissopimuksista muun muassa siinä, että OTC-johdannaisten kohdalla sisäpiirintiedon väärinkäytössä on osoitettavissa vahingon kärsinyt uhri. OTC-johdannaiset eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena, vaan ne yleensä varta vasten räätälöidään asiakkaalle ja siten näissä johdannaissopimuksissa on yksilöitävissä oleva vahingon kärsinyt vastapuoli eli esimerkiksi räätälöinnin suorittanut sijoituspalveluyritys eikä pelkkä anonyymi vastapuoli markkinoilla. Vaikka räätälöinnin suorittanut sijoituspalveluyritys tekee tarvittavat johdannaissopimuksesta aiheutuvat suojaukset, ei se lähtisi tekemään johdannaissopimusta samoilla ehdoilla, jos se tietäisi toisella olevan sisäpiirintietoa.

---

[401] Myös sisäpiirintiedon väärinkäytön yritys voi tulla kyseeseen joissain tapauksissa, jos voidaan osoittaa henkilön tarkoittaneen hankkia noteerattuja arvopapereita tällaisen noteeraamattoman vaihtovelkakirjan tai muun oikeuden avulla, mutta vaihto jostain syystä ei vain koskaan tapahtunutkaan.

[402] AML 10:1 b ja HE 47/1999 yksityiskohtaiset perustelut.

OTC-johdannaisten osalta on AML 10:1b:ssä erikseen todettu sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon koskevan niitä silloin, kun niiden kohde-etuutena on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi. Verrattuna esimerkiksi noteeraamattomiin vaihtovelkakirjoihin sisäpiirisäännös soveltuu OTC-johdannaisiin siitä huolimatta, että myös ne ovat noteeraamattomia. Tätä OTC-johdannaisia koskevaa nimenomaista sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa ei voida kuitenkaan analogiakiellon johdosta ulottaa koskemaan noteeraamattomia vaihtovelkakirjoja, vaikka säännös soveltuisikin siihen hyvin instrumenttien samankaltaisen käyttömahdollisuuden vuoksi. Kyseessä ovat erilaiset instrumentit. Vaihtovelkakirja on osakkeeseen osakeyhtiölain mukaan oikeuttava arvopaperi, kun taas OTC- johdannainen on AML:ssa erikseen määritelty johdannaissopimus. AML käyttää molempia määritelmiä sekä osakkeeseen oikeuttava arvopaperi että johdannaissopimus, joten olisi lainsäädännön loogisuuden vastaista rinnastaa samassa laissa esiintyvät kaksi erilaista käsitettä ja kohdella niitä samalla tavalla, vaikka ne on tarkoitettu koskemaan erilaisia asioita.

RL 51:6:n määritelmäsäännöksen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia säännöksiä voidaan soveltaa vakioituun optioon tai termiiniin sekä vakioituun optioon tai termiiniin rinnastettavaan johdannaissopimukseen, jonka kohde-etuutena on julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi, siitä riippumatta, onko sovittu johdannaissopimuksen kohde-etuuden luovutuksesta vai suorituksen korvaavasta hyvityksestä. Tämä viittaus koskee nimenomaisesti vain vakioituja ja niihin rinnastettavia johdannaisia. Koska kyseinen säännös ei mainitse OTC-johdannaissopimuksia, on harkittava, olisiko niiden hankkiminen sallittua sisäpiirintiedon avulla silloin, kun niissä on sovittu kohde-etuuden luovutuksen sijasta suorituksen korvaavasta hyvityksestä.

Lähtökohtaisesti AML 10:1b ulottaa sisäpiirikaupan kiellon koskemaan kaikkia OTC-johdannaisilla tehtäviä kauppoja. Tulkintatilanteessa lienee kuitenkin katsottava lainsäätäjän tarkoituksellisesti jättäneen AML 10:1b:n mainitsematta RL 51:6:ssä, joten lainsäätäjän tarkoituksen on tulkittava sallivan OTC-johdannaisopimusten solmimisen niissä tilanteissa, joissa on kyse vain suorituksen korvaavasta hyvityksestä. Näissä tapauksissa ei ole suoranaista tarvetta suojata luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen. OTC-johdannainen solmitaan julkisen kaupankäynnin ulkopuolella, ja jos noteerattua kohde-etuutta ei ole edes tarkoitus luovuttaa, vaan kyse on suorituksen korvaavasta hyvityksestä, kyse on itse asiassa pörssin ulkopuolella tapahtuvasta spekuloinnista, mikä ei kosketa millään tavalla varsinaista julkista kaupankäyntiä.[403]

---

[403] Tapaukseen saattaisi tulla sovellettavaksi petossäännös.

2.5 LIITTYMÄ JULKISEEN KAUPANKÄYNTIIN DE LEGE FERENDA

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin soveltamisalaa käsitellään artikloissa 9 ja 10. Artikla 9 koskee sitä, milloin rahoitusväline kuuluu direktiivin piiriin ja artikla 10 direktiivin maantieteellistä ulottuvuutta.

> Artiklan 9 perusteella direktiivin säännöksiä sovelletaan rahoitusvälineisiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla vähintään yhdessä jäsenvaltiossa tai joiden osalta on tehty tällaisilla markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskeva hakemus, riippumatta siitä, toteutetaanko itse liiketoimi kyseisillä markkinoilla.
>
> Sisäpiirisäännöksiä sovelletaan myös kaikkiin rahoitusvälineisiin, joita ei ole otettu kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla jäsenvaltiossa, mutta joiden arvo on sidoksissa ensimmäisessä alakohdassa tarkoitettuun rahoitusvälineeseen.

Sisäpiiridirektiiviin verrattuna soveltamisala on muutettu koskemaan arvopaperien sijasta rahoitusvälineitä, joita koskeva määritelmä on myös jonkin verran laajempi kuin arvopaperin. Soveltamisalan laajennuksessa on otettu huomioon viime vuosikymmenen aikana tapahtuneet muutokset. Rahoitusvälineet, joihin sisäpiirintiedolla on merkittävää vaikutusta, eivät rajoitu ainoastaan liikkeeseenlaskijan rahoitusvälineisiin, vaan niihin sisällytetään myös niihin liittyvät johdannaisinstrumentit. Rahoitusvälineiden määritelmä kattaa sijoituspalveludirektiivin liitteessä B luetellut välineet sekä hyödykejohdannaiset, joita yleensä pidetään rahoitusjohdannaisten ryhmänä.[404]

> Rahoitusvälineillä tarkoitetaan artiklan 1(3) mukaisia välineitä. Näitä ovat sijoituspalveludirektiivissä 93/22/ETY[405] määritellyt arvopaperit;[406] osuudet yhteissijoitusyrityksissä; rahamarkkinavälineet; rahoitusfutuurisopimukset, mukaan lukien vastaavat käteisselvitysinstrumentit; korkotermiinit; koron-, valuutan- tai osakkeiden vaihtosopimukset; mainittuihin ryhmiin kuuluvien instrumenttien, mukaan lukien vastaavat käteisselvitysinstrumentit, hankkimista tai niiden luovuttamista koskevat optiot (esimerkiksi valuutta- ja korko-optiot); hyödykejohdannaiset sekä kaikki muut välineet, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi jäsenvaltiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinoilla tai joista on esitetty pyyntö kaupankäynnin kohteeksi ottamisesta kyseisillä markkinoilla.

---

[404] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 6–7.

[405] Direktiivi sellaisena kuin se on viimeksi muutettuna direktiivillä 2000/64/EY.

[406] Direktiivin 93/22/ETY artiklan 1(4) mukaan arvopapereilla tarkoitetaan osakkeita ja muita osakkeita vastaavia arvopapereita; joukkovelkakirjoja ja muita arvopaperisoituja velan muotoja, jotka ovat siirtokelpoisia pääomamarkkinoilla; ja kaikkia muita arvopapereita, joilla tavallisesti käydään kauppaa ja jotka mahdollistavat sen, että näitä arvopapereita voi hankkia merkitsemällä tai vaihtamalla tai jotka mahdollistavat maksun käteisellä, lukuun ottamatta maksuvälineitä.

Artiklan toisessa alakohdassa korostetaan erikseen sitä, että sisäpiirisääntely koskee niitäkin rahoitusvälineitä, jotka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena edellyttäen, että niiden arvo on sidoksissa noteerattuun rahoitusvälineeseen. Tämän alakohdan tarkoituksena on tehdä sisäpiirisääntelystä riittävän kattava sekä tukkia sääntelyn aukkokohtia. Sisäpiirikaupan kieltoa olisi muuten mahdollista kiertää muiden instrumenttien kuten esimerkiksi listaamattomien vaihtovelkakirjojen tai optiotodistusten avulla. Suomessa voimassa oleva sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännös ei ulotu tällaisiin listaamattomiin arvopapereihin, vaan rikoslain sisäpiirikaupan kieltävän säännöksen edellytyksenä on, että sisäpiirintietoa käytetään hyväksi luovuttamalla tai hankkimalla julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi.[407]

Sisäpiiridirektiivin 1 artiklan 2 kohdan mukaan arvopapereilla tarkoitetaan vain sellaisia arvopapereita, jotka *on otettu* kaupankäynnin kohteeksi markkinapaikalla, joka on julkisen vallan tunnustamien viranomaisten sääntelemä ja valvoma, joka toimii säännöllisesti ja johon yleisöllä on pääsy suoraan tai välillisesti. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin soveltamisala ei samalla tavoin rajoitu vain jälkimarkkinoihin, vaan kattaa myös ensimarkkinat ja toiminnan "harmailla" markkinoilla. Näin pyritään varmistamaan, että ensimarkkinoilla tai harmailla markkinoilla toimivat osapuolet eivät saa perusteetonta hyötyä asemansa tai luottamuksellisten tietojensa vuoksi.

Suomessa sisäpiirintiedon väärinkäyttö koskee lähtökohtaisesti vain tilanteita, joissa arvopaperi on julkisen kaupankäynnin kohteena. Direktiivi laajentaa soveltamisalan koskemaan myös sellaisia rahoitusvälineitä, jotka aiotaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla. Direktiivissä ei kuitenkaan ole muulla tavalla määritelty sitä, milloin rahoitusväline aiotaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi, kuin että on tehty tällaisilla markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi ottamista koskeva hakemus.

> Helsingin Pörssin ohjesäännössä kohdassa A1.142 todetaan pörssiyhtiöksi aikojalla tarkoitettavan yhteisöä, joka on julkistanut päätöksensä aikomuksestaan saada yhtiön osake tai muu säännöissä tarkoitettu arvopaperi otetuksi pörssilistalle. Pörssiyhtiöksi aikoja rinnastetaan pörssiyhtiöön, kunnes yhtiön arvopaperi on otettu pörssilistalle tai yhtiön aikomus on peruutettu samalla tavalla kuin se julkistettiin. Pörssiyhtiöksi aikojan on noudatettava pörssiyhtiötä koskevia pörssin sääntöjä.

Säänneltyjen markkinoiden määritelmä on artiklan 1(4) mukaan sama kuin sijoituspalveludirektiivin 1 artiklan 13 kohdassa annettu määritelmä.[408] Säännöksen tarkoituksena on luoda yhdenmukaisuutta direktiivien välille ja välttää

---

[407] Vrt. AML 10:1b, jonka mukaan niin sanotut OTC-johdannaiset kuuluvat RL 51:1:n piiriin.
[408] Direktiivin 93/22/ETY artiklan 1(13) mukaan säännellyistä markkinoista on jäsenvaltioissa laadittu listat.

sekaannuksia. Direktiivin soveltamisala ei kuitenkaan rajoitu ainoastaan säänneltyihin markkinoihin, vaan se kattaa myös sääntelemättömät markkinat, kauppapaikat, menetelmät hintatietojen jatkuvaksi levittämiseksi, pörssien ulkopuoliset kaupat sekä muut välineet ja keinot, kun niitä käytetään manipuloimaan rahoitusvälinettä, joka on otettu tai aiotaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi säännellyillä markkinoilla vähintään yhdessä jäsenvaltiossa, tai kun niitä käytetään tällaisen rahoitusvälineen sisäpiirikauppaan.[409]

> Maantieteellisen ulottuvuuden osalta kunkin jäsenvaltion on 10 artiklan mukaan sovellettava direktiivissä säädettyjä kieltoja ja vaatimuksia:
> a) sen alueella tai ulkopuolella tehtyihin liiketoimiin, jotka koskevat sen alueella sijaitsevilla tai toimivilla säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettuja rahoitusvälineitä tai rahoitusvälineitä, joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi tällaisilla markkinoilla on haettu;
> b) sen alueella tehtyihin liiketoimiin, jotka koskevat jossakin jäsenvaltiossa olevilla säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettuja rahoitusvälineitä tai rahoitusvälineitä, joiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi tällaisilla markkinoilla on haettu.

Yhteisön rahoitusmarkkinoille luotavien yhtäläisten toimintaedellytysten on katsottu vaativan tämän direktiivin mukaisten säännösten maantieteellisesti laajaa soveltamista. Artikla antaa jäsenvaltiolle toimivallan käsitellä niitä väärinkäytöksiä, jotka kohdistuvat sen alueella olevalla markkinapaikalla noteerattuihin rahoitusvälineisiin, riippumatta siitä, missä väärinkäyttöön liittyvät toimet on suoritettu. Toiseksi artikla koskee myös tilanteita, joissa väärinkäyttöön liittyvät toimet, kuten esimerkiksi toimeksianto ja välittäjän toiminta, tapahtuvat sen alueella, vaikka rahoitusväline ei olisikaan sen alueella noteerattu. Tältä osin säännöksen soveltamiselta edellytetään lisäksi, että rahoitusväline on listattu jossakin jäsenvaltiossa ja tämän edellytyksen täyttyessä teon täytäntöönpanotoimien suorittamispaikan viranomainen tulisi toimivaltaiseksi. Suomen osalta direktiivin kansallinen voimaansaattaminen laajentaa nykyisen lainsäädännön soveltamisalaa, kun Suomessa sisäpiirikauppaa käyvät voisivat tulla täällä tuomituksi, vaikka kaupankäynnin kohteena oleva rahoitusväline olisikin pelkästään jossain muussa jäsenvaltiossa noteerattu.

[409] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 7 ja 9.

3 Tiedon julkisuus ja saatavuus

3.1 VAATIMUS TIEDON JULKISTAMATTOMUUDESTA

Sisäpiirintiedolle on ominaista, että se on vain suppean henkilöpiirin tiedossa. Markkinoilla yleisesti tunnettu tieto ei voi olla säännöksessä tarkoitettua sisäpiirintietoa. Tämä rajoitus on laissa ilmaistu edellyttämällä, ettei tietoa ole julkistettu tai ettei se muuten ole ollut markkinoilla saatavilla. Julkistaminen tarkoittaa sitä, että tieto on saatettu yleisön ja tiedotusvälineiden saataville esimerkiksi asianmukaisesti julkistetussa tiedotteessa tai asianmukaisesti järjestetyssä tiedotustilaisuudessa. Julkistamisen kannalta keskeistä on nimenomaan tiedon saattaminen markkinoilla käytettäväksi. Julkistamisvaatimus ei kuitenkaan edellytä, että tiedon olisi oltava yleisesti tunnettu ennen kuin sitä saadaan hyödyntää. Jos tieto on julkistettu tiedotusvälineissä, sen käyttäjän ei tarvitse varmistua siitä, että muut markkinoilla toimivat ovat sen havainneet.[410]

Tiedon asianmukainen julkistaminen tapahtuu lähinnä AML:n 2 luvun säännösten mukaisesti. Erityisesti 2 luvun 7 §, joka koskee jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta, on keskeinen sisäpiirisäännöksen kannalta. Sen mukaan liikkeeseenlaskijan on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava ja toimitettava asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle tiedoksi kaikki sellaiset päätöksensä sekä liikkeeseenlaskijaa ja sen toimintaa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Julkistaminen tarkoittaa informaation saattamista yleisön tietoon samanaikaisesti pörssin ja keskeisten tiedotusvälineiden välityksellä.[411]

Jos tieto on arvopaperimarkkinoiden käytettävissä, vaikka sitä ei olisi julkistettu, sen hyväksikäyttäminen on sallittua. Tällaista tietoa on esimerkiksi yleisesti saatavilla oleva tieto kuten tieto yrityksen merkkivuosista. Samoin sellaiset julkistamattomat tiedot, jotka ovat vastoin yrityksen tai muun tiedon tuottaneen yhteisön tahtoa vuotaneet julkisuuteen ja tulleet yleisesti tunnetuiksi, ovat markkinoilla käytettävissä eikä niiden hyödyntäminen ole sisäpiirintiedon väärinkäyttöä. Julkistamiseen rinnastuu myös tiedon saattaminen markkinoilla toimivien käyttöön toimittamalla se markkinoilla toimivien tiedonvälittäjien kautta kaikkien saataville.[412]

---

[410] HE 254/1998 vp, s. 34–35; Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1495.
[411] Rata K/42/2002/PMO, kohdat 3 ja 4. Päätös on julkistettava, kun se on tehty. Valmisteltavana olevia päätöksiä ei tarvitse julkistaa, mutta ne saattavat olla sisäpiirintietoa julkistamiseen asti.
[412] HE 254/1998 vp, s. 35.

Harkittaessa, onko tieto ollut saatavilla, on kiinnitettävä huomiota säännöksen tarkoitukseen saattaa markkinoilla toimivat tiedollisesti tasa-arvoiseen asemaan. Vaikka esimerkiksi viranomaisella oleva tieto olisi periaatteessa julkinenkin, sen hyväksikäyttäminen ei välttämättä ole sallittua. Säännös tähtää siihen, että tiedon on oltava joko asianmukaisesti julkistettu tai muuten tosiasiallisesti markkinoilla saatavilla. Tietotoimistolle julkistettavaksi toimitettua tietoa ei myöskään saa käyttää ennen kuin on syytä olettaa, että tietotoimisto on saattanut sen tiedotusvälineiden tai markkinoilla käytettävien julkistamiskanavien kautta kaikkien saataville.[413] Tiedon julkistaminen tai levittäminen rajalliselle henkilöpiirille, kuten esimerkiksi analyytikkoryhmälle tai osakesäästäjien yhdistykselle, ei tee tiedosta yleisesti tunnettua tai markkinoilla saatavissa olevaa[414].

Tietotoimistolle julkistettavaksi saatettu tieto on ymmärrettävästi käyttökelvotonta sisäpiirisäännöksen näkökulmasta ennen sen saattamista tiedotusvälineille varsinaisen julkistamisen aikaansaamiseksi, koska tietotoimiston käsissä tieto ei ole vielä markkinoiden saatavilla. On kuitenkin vaikea ymmärtää, miksi viranomaisella olevaa tietoa ei saisi käyttää arvopaperikauppojen perusteena, jos kyseinen tieto on julkista vaikkapa julkisuuslain nojalla. Tieto on silloin tosiasiallisesti kaikkien saatavilla ja kysymys on ainoastaan siitä, miten paljon kukin käyttää aikaa ja vaivaa lisäinformaation etsimiseen. Tiedon saatavilla olon vaatimusta ei pitäisi asettaa liian korkealle muilta kuin siltä osin, kun on kyse liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden täyttämisestä.[415]

---

[413] HE 254/1998 vp, s. 35.

[414] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 85; Mattsson: Insiderbrott och andra informationsbrott, s. 38.

Ks. myös Décision COB 24.6.1993, Bulletin COB – no. 271, Juillet-Août 1993. Tiedon ilmaiseminen 200 analyytikolle ei tehnyt tiedosta julkista. Pörssitiedote olisi pitänyt antaa.

[415] Ks. Timonen: Lausunto ehdotuksesta hallituksen esitykseksi (AML) jne., s. 3–4, joka kritisoi sitä, että tiedon on oltava kaikkien saatavilla ennen kuin sitä saa käyttää. Hänen mukaansa markkinoiden ammattilaisten koko toiminnan tarkoitus on saada hyödyntämiskelpoista tietoa ennen muita.

Ks. Financial Services and Markets Act (2000) 118(7) §, jonka mukaan kaikkea tietoa, jonka markkinoilla toimijat voivat saada tutkimuksilla ja analyyseilla, pidetään yleisesti saatavilla olevana tietona.

Ks. myös FSA: Code of Market Conduct, kohta 1.4.6E, jonka mukaan tieto, joka on saatu tutkimuksilla, analyyseilla tai muilla laillisilla keinoilla, on vapaasti käytettävissä. Lailliset keinot tarkoittavat muun muassa julkisten tapahtumien havainnointia. Julkisten tapahtumien havainnointi pitää sisällään tiedot, joista keskustellaan julkisesti tai joita voidaan havainnoida loukkaamatta yksityisyyden, omaisuuden tai luottamuksen suojaa.

Vastaavasti Criminal Justice Act (1993) 58(2)(b)§, jonka mukaan tieto on saatettu julkiseksi (made public), jos se sisältyy rekistereihin, jotka ovat avoimia yleisölle tai 58(2)(d)§, jos se voidaan johtaa tiedosta, joka on saatettu julkiseksi taikka 58(3)(a)§, jonka mukaan tietoa voidaan pitää julkiseksi saatettuna, vaikka se on mahdollista hankkia vain asiantuntemuksella tai huolellisuudella.

Kun tieto on asianmukaisesti julkistamalla saatettu markkinoiden käytettäväksi, se ei enää ole sisäpiirintietoa. Koska tiedon julkistaminen ei vaadi sitä, että markkinoilla toimivat ovat sen tosiasiallisesti havainneet, sisäpiiriläisillä on periaatteessa mahdollisuus nopeasti toimimalla saada hyötyä tiedosta ennen kuin muut ehtivät reagoida siihen. Lain sanamuoto sallii tämän, vaikka se ei ehkä olisikaan aivan täysin lain hengen mukaista.[416] Säännöksen tarkoituksen kannalta voitaisiin ajatella, että sisäpiiriläisten pitäisi lähtökohtaisesti odottaa tiedon julkistamisen jälkeen hetken aikaa, että markkinoilla olisi ainakin teoriassa mahdollisuus ehtiä reagoimaan tietoon.

3.2 POIKKEUS TIEDON JULKISTAMATTOMUUDESTA

Lähtökohta sisäpiirintiedon väärinkäytössä on se, että käytettävä tieto on luottamuksellista. Tieto ei saa olla julkistettu eikä muutenkaan markkinoilla saatavissa. Jos tieto on julkista tai muuten markkinoiden saatavissa, ei sen käyttö ole pääsäännön mukaan kiellettyä. Sisäpiirintiedon määritelmä sisältää kuitenkin erityisen rajoituksen, jonka mukaan sisäpiirintietona ei pidetä julkisesti saatavissa olevia tietoja yhdistämällä *yksityisesti* käytettäväksi tuotettua tietoa. Rajaus johtaa epäsuorasti siihen, että tietyt julkisiin tietoihin perustuvat *julkistettaviksi tarkoitetut* katsaukset ja tutkimustulokset voivat kuulua sisäpiirintiedon käsitteen piiriin.

3.2.1 Yksityiseen käyttöön tuotettu tieto

Vaikka sisäpiirintiedon käsite on laajennettu koskemaan laadultaan monenlaista ja monissa eri yhteisöissä ja tarkoituksissa tuotettua tietoa, tarkoituksena ei kuitenkaan ole ollut rajoittaa tavanomaista arvopapereihin liittyvien johtopäätösten tai analyysien tekoa. Arvopaperiin liittyvää julkisista lähteistä koottua tietoa saa käyttää hyväksi ja siitä voi muokata uutta tietoa. Yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa on paitsi yksityisten kansalaisten omiin tarpeisiinsa tuottama tieto myös sellainen yhteisöjen toiminnan piirissä tuotettu tieto, jota ei ole tarkoitettukaan markkinoilla julkistettavaksi, kuten arvopaperinvälittäjien omat markkina-analyysit. Yksityisen käytön piiriin kuuluu myös yksityisesti kootun markkina-analyysin tarjoaminen tai myyminen markkinoilla toimiville sijoittajille ja tällä tavalla hankitun materiaalin käyttö omassa toiminnassa.[417]

---

[416] Ks. White: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993, s. 62.
Vrt. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 335, joiden mukaan tällainen tilanne saattaisi täyttää sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön joissakin tapauksissa.

[417] HE 254/1998 vp, s. 35–36.

> Hyvän tavan vastaista on, että sijoituspalveluyhteisö, joka aikoo sijoitustutkimuksessaan julkaista asiakkailleen ostosuosituksen, hankkii ennen tutkimuksen julkaisemista omaan lukuunsa kohdeyhtiön arvopapereita myydäkseen ne voitolla heti tutkimuksen julkaisemisen jälkeen. Sijoituspalveluyhteisön tulee pyrkiä antamaan sijoitustutkimuksen julkaisemisen jälkeen niille asiakkailleen, joille sijoitustutkimus on toimitettu, mahdollisuus reagoida sijoitustutkimukseen, ennen kuin se ryhtyy käymään omaan lukuun kauppaa tutkimuksen kohteena olevilla arvopapereilla.[418]

Jos esimerkiksi analyytikko saa sisäpiirintietoa analyytikkotapaamisessa ja julkistaa sen suosituksen muodossa analyysissään omille asiakkailleen, onko silloin kyseessä tiedon julkistaminen, onko sitä pidettävä lain tarkoittamassa mielessä muuten markkinoiden käytettävissä olevana tietona vai onko kyse sisäpiirintiedon väärinkäytöstä neuvomalla toista arvopaperinkaupassa? Ainakaan kyseessä ei ole lain tarkoittama julkistettu tieto, koska tiedon julkistaminen voi tapahtua vain liikkeeseenlaskijan tai pörssin toimesta ja toimittamalla tieto samanaikaisesti sekä pörssille että keskeisille tiedotusvälineille.[419]

Kun tieto on asianmukaisesti julkistettu tai muuten tosiasiallisesti markkinoilla saatavilla, se ei enää ole lain tarkoittamassa merkityksessä sisäpiirintietoa ja sen käyttö on arvopaperikaupassa sallittua. Harkittaessa, onko tieto ollut saatavilla, on kiinnitettävä huomiota lain tarkoitukseen saattaa markkinoilla toimivat tiedon saatavuuden suhteen tasa-arvoiseen asemaan. Kun analyytikko julkistaa analyysinsa, ei se merkitse, että analyysi tulisi automaattisesti kaikkien saataville, vaan se tulee yleensä ainoastaan kyseisen yrityksen omien asiakkaiden nähtäville. Kyseessä on yksi yrityksen tuote, jota myydään maksaville asiakkaille eikä sitä ole tarkoitettukaan markkinoilla julkistettavaksi. Näin ollen tiedon ei voida katsoa olevan yleisesti saatavilla pelkästään sen johdosta, että se on julkistettu analyysissa, joten markkinoilla toimivat eivät ole analyysin sisältämien tietojen suhteen tasa-arvoisessa asemassa.

Periaatteessa kyse voi olla sisäpiirintiedon väärinkäytöstä neuvomalla toista arvopaperikaupassa. Tunnusmerkistön täyttymisen edellytyksinä on kuitenkin, että analyytikko on ymmärtänyt saaneensa julkistamatonta arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavaa tietoa, jota hän sitten käyttää neuvomiseen antamalla analyysissään suosituksia. Analyytikot ovat markkinoiden ammattilaisia, joten

---

[418] Rata 201.7 luku 4.6.

Vrt. Norjan arvopaperikauppalain 2a–3 §, jossa kielletään välittäjän henkilökuntaa käymästä kauppaa asianomaisella finanssi-instrumentilla neljän viikon aikana ennen analyysin julkistamista.

[419] Ks. Säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus AML 2:5–7 sekä pörssin ohjesääntö kohta A4.21.

Ks. myös UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 14.6, jossa kehotetaan yhtiöitä olemaan varuillaan, etteivät analyytikot saisi vahingossa luottamuksellista tietoa yritysvierailujen aikana. Analyytikoiden kanssa tekemisissä olevia henkilöitä tulisi ohjeistaa siitä, mitä he voivat puhua ja mitä eivät.

sen seikan toteen näyttäminen ei liene ongelma, että analyytikko on tiennyt tai ainakin hänen olisi pitänyt ymmärtää tiedon olevan julkistamatonta ja olennaista arvopaperin arvon tai hinnan kannalta. Taloudellisen hyötymistarkoituksen osalta ei tällaisissa tapauksissa liene myöskään suurempia ongelmia näytön suhteen, sillä taloudellista hyötyä voi olla myös välillinen hyöty eli pelkästään se, että olemassa olevat asiakkaat ovat tyytyväisiä ja pysyvät edelleen yhtiön asiakkaina tai että tieto hyvistä analyytikoista tuo lisää asiakkaita ja sitä kautta sekä yhtiölle että analyytikolle hyötyä. Tosin tarkan taloudellisen hyödyn laskeminen voi olla hyvin vaikeaa, ainakin rikoshyödyn konfiskointia ajatellen.

> Sen sijaan analyysin ostaneen asiakkaan kohdalla tilanne on aivan toinen. Asiakkaan täytyy yleensä voida luottaa siihen, että hän saa asiakassuhteensa perusteella ammattitaitoista neuvontaa analyysien muodossa ja että hän voi hyödyntää analyysin suosituksia. Siitä palvelusta hän nimenomaan maksaa yhtiölle. Ellei asiakkaalle erikseen ole kerrottu sisäpiirintiedosta ja sen vaikutuksesta suositukseen, ei vilpittömässä mielessä oleva asiakas voi syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön käyttämällä analyysia hyväkseen arvopaperikaupassa. Olisi kohtuutonta edes edellyttää asiakkaan yleensä pystyvän tarkastamaan ammattilaisen tekemän analyysin tietojen taustat ja oikeellisuuden.[420]

On tulkinnanvaraista, milloin analyysi on tarkoitettu yksityiseen tai yleiseen käyttöön. Apua rajanvetoon voidaan ajatuksellisesti hakea esimerkiksi Ratan kannanotosta, joka liittyy arvopaperien tarjoamiseen yleisölle. Kannanoton mukaan arvopaperi lasketaan yleiseen liikkeeseen silloin, kun se liikkeeseenlaskuehtojen mukaisesti joutuu yleiseen vaihdantaan. Yleisessä vaihdannassa arvopaperi on, jos sen vaihdantaan voivat osallistua muutkin kuin ennalta määrätyn suppeahkon joukon jäsenet. Laissa tarkoitetun käsitteen "yleisölle tarjoaminen" täyttyminen riippuu tarjouksen kohderyhmästä. Arvopaperien tarjoaminen yli sadalle henkilölle on pääsääntöisesti yleisölle tarjoamista.[421]

Käytännössä edellä sanottu tarkoittaisi sitä, että analyysin tekijän subjektiivisen tarkoituksen lisäksi tulisi ottaa huomioon asiaan liittyvät objektiiviset olosuhteet eli, minkä kokoinen on kohderyhmä, jonka yksityiseen käyttöön analyysi on tarkoitettu ja kenelle kaikille analyysin voidaan lisäksi olettaa tosiasiallisesti päätyvän.[422] Laissa tai edes hallituksen esityksessä ei kuitenkaan

---

[420] Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing s. 94, asiakkaalla saattaa myös olla kohtuullinen syy uskoa, että tieto oli riittävän laajasti julkistettu.

[421] Rata K/41/2002/PMO, kohdat 2 ja 4 (AML 2 luvun 2 ja 3 §:t).

[422] Ks. Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 9. Jos analyysin yksityiseen käyttöön tuottanut henkilö voi ennakoida, ettei tiedon käyttö tule säilymään yksityisen käytön piirissä, niin tällaisessa tilanteessa voisi olla mahdollista, että analyysistä muodostuu sisäpiirintietoa jo siitä lähtien, kun riittävällä todennäköisyydellä voidaan olettaa, että tieto faktisesti tulee poistumaan yksityisen käytön piiristä. On syytä kuitenkin huomata myös se, että analyysin sisäpiirintiedon ominaisuus poistuu sen myötä, kun analyysi julkistetaan tai se muuten tulee tarpeeksi laajasti markkinoiden saataville.

ole mitenkään rajattu sen kohderyhmän laajuutta, jolle yksityisesti koottua markkina-analyysia saisi tarjota tai myydä, ennen kuin se tulkittaisiin muuksi kuin yksityiseen käyttöön tarkoitetuksi.

> Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tavoitteen mukainen ei ole sellainen tulkinta, jonka mukaan julkisesti saatavissa olevia tietoja yhdistämällä yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa saisivat käyttää hyväksi arvopaperimarkkinoilla vain ne tahot, joiden yksityiseen käyttöön tällainen tieto tai analyysi on tuotettu, mutta eivät sellaiset tahot, joille tämä tieto ei ollut tarkoitettu.[423] Jos tällaisessa tilanteessa tiedon tulkittaisiin olevan sisäpiirintietoa näiden muiden tahojen hallussa, laajentaisi se itse asiassa sisäpiirintiedon väärinkäytön suojeluobjektin kattamaan markkinoiden suojelun lisäksi myös informaation suojelun ja siten periaatteessa hyväksyttäisiin tiedon tuottajan oikeus itse käyttää sisäpiirintietoa arvopaperimarkkinoilla[424]. Analyysien kulkeutuminen eteenpäin asiattomille tahoille on mahdollista estää muilla oikeuskeinoilla kuin sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellolla.

3.2.2 Yleiseen käyttöön tuotettu tieto

Sellaiset sinänsä julkisiin tietoihin perustuvat tilastotiedot kuten tullihallituksen kauppatasetilastotiedot ja työllisyyden kehitystä koskevat tilastotiedot samoin kuin eräät muutkin niin sanotut herkät tilastot ovat sisäpiirintietoa, jos ne on tarkoitettu julkistettavaksi ja niillä julkistettuna on säännöksessä tarkoitettu vaikutus. Myös yksityisten taloudellisten tutkimuslaitosten julkistamattomat tutkimustulokset, joiden pohjana ovat julkisista asiakirjoista kootut tiedot, voivat vastaavasti kuulua sisäpiirintiedon käsitteen piiriin.[425]

> Johtoa siihen, mille tilastotiedoille arvopaperien arvon määräytyminen on herkkää, saadaan esimerkiksi Tilastokeskuksen sisäpiirisäännöistä herkille tilastotiedoille. Sen mukaan tieto on ennen etukäteen ilmoitettua julkaisuhetkeä tiukan salaista ja julkaisuhetkestä eteenpäin korostetun julkista. Herkät tilastot kuvaavat ensimmäisinä kansantalouden kehitystä; tuotantoa, työllisyyttä, inflaatiota, talouden ulkoista tasapainoa, korkoja ja julkisen sektorin rahoitusasemaa. Herkkiä tilastoja tuottavat Tilastokeskus, Suomen Pankki, tullihallitus, työministeriö ja valtiovarainministeriö. Luettelo herkistä tilastotiedoista perustuu tilastolain 22 §:n 3 momenttiin, jossa tarkoitetun julkistamattoman tilastotiedon ilmaiseminen tai hyväksikäyttäminen ennen tiedon julkistamista on kielletty.[426]

---

[423] Vrt. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 324.
[424] Ks. enemmän luku II 2.2.
[425] HE 254/1998 vp, s. 34–36.
[426] Tilastouutisia 1992:180; Ks. VMP 86, 1 §.

Julkistetun tiedon arviointi sijoitustutkimuksessa, korkeakouluopetuksessa tai tutkimuslaitosten taloudellisissa katsauksissa ei sen sijaan yleensä ole sisäpiirintietoa, vaikka tutkimustarkoituksessa voidaan luoda uutta aineistoa arvopapereista tai niiden liikkeeseenlaskijoista. Sijoitustutkimuksessa sisäpiirintietoa voi kuitenkin olla liikkeeseenlaskijan tutkijalle luovuttama julkistamaton aineisto, jota voidaan käyttää tilastollisissa ja muissa julkistettavaksi tarkoitetuissa tutkimuksissa, mutta ei sen sijaan yksityisen taloudellisen edun tavoittelemiseksi.[427]

Säännöksen mukaan sisäpiirintietona ei pidetä julkisesti saatavissa olevia tietoja yhdistämällä yksityisesti käytettäväksi tuotettua tietoa. Hallituksen esityksen mukaan kuitenkin sellainen taloudellinen katsaus, ennuste tai tutkimustulos, joka on tarkoitettu julkistettavaksi ja jolla julkistettuna on säännöksessä tarkoitettu vaikutus, kuuluu sisäpiirintiedon käsitteen piiriin, vaikka se pohjautuisikin julkisista asiakirjoista koottuun tietoon.[428]

> Edellä mainittua voidaan verrata mosaiikkiteoriaan, jolla tarkoitetaan tilannetta, jossa analyytikko kerää tietoa monista eri julkisista lähteistä ja saa siten aikaan kokonaisuuden, joka julkistettuna voisi olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Vaikka tämän uuden kokonaisuuden aikaansaama tieto muistuttaa sisäpiirintietoa, ei sitä välttämättä ainakaan kaikissa maissa sellaisena pidetä, jos tieto on julkisista lähteistä kerätty. Teorian tarkoitus on suojata analyytikoiden työtä ja kannustaa tiedon keruuseen.[429]

Säännöksellä lienee tarkoitettu saattaa sisäpiirintiedon määritelmän piiriin lähinnä kaikkein merkittävimmät viranomaisten ja tutkimuslaitosten taloudelliset tutkimustulokset, joiden kokoaminen on hyvin työlästä ja jotka usein ovat luonteensa puolesta olennaisia sekä tarkoitettu julkistettavaksi, eli tutkimustulokset, jotka nauttivat ainakin jonkin asteista yleistä luotettavuutta.[430]

Tulkintaan, jonka mukaan julkisiin lähteisiin perustuvien julkistettavien katsausten ja ennusteiden olisi ajateltu vain poikkeuksellisesti olevan sisäpiirintietoa, viittaa myös esitöissä oleva lausuma siitä, että määritelmän piiriin eivät kuulu edes myyntitarkoituksiin tehdyt markkina-analyysit, vaan ne katsotaan yksityiseen käyttöön tehdyiksi, vaikka niiden levikki saattaa tosiasiassa olla hyvinkin laaja ja siten käytännössä vastata julkistamista. Toistaiseksi määritel-

---

[427] HE 318/1992, s. 29.

[428] Ks. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 35 ja Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 8, jonka mukaan analyysi muuttuu sisäpiirintiedoksi, jos se tuotetaan muutoin kuin yksityisesti käytettäväksi. Analyysin tuottajalla ei myöskään ole oikeutta informaation hyväksikäyttämiseen, kun analyysiä ei enää voida pitää yksityisesti käytettäväksi tuotettuna.

[429] Ks. Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 38–39; White: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993, s. 65.

[430] Ks. HE 254/1998 vp, s. 34–36 (herkät tilastot).

mä pakottaa analyysien tekijät ainakin suhtautumaan varauksellisesti omiin kauppoihin silloin, kun he aikovat julkistaa tutkimustuloksiaan.[431]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta tiedotusvälineiden edustajat ovat samassa asemassa kuin kaikki muutkin markkinoilla toimivat henkilöt. Heillä ei ole oikeutta käyttää mahdollisesti saamiaan sisäpiirintietoja hyväkseen arvopaperikaupassa. Toimittajien omat analyysit ja niiden julkistaminen muodostavat mielenkiintoisen osa-alueen sisäpiirintiedon kannalta. Toimittaja saattaa itse käydä kauppaa jollain tietyllä arvopaperilla ennen kuin hän julkistaa sitä koskevan osto- tai myyntisuosituksensa[432]. Joissain tapauksissa lain sanamuodon mukainen tulkinta saattaisi johtaa siihen, että tällainen henkilö voisi tulla tuomituksi oman mielipiteensä hyväksikäytöstä, kuten esimerkiksi Yhdysvalloissa on tapahtunut.[433]

> Yleensä toimittajan tehdessä taloudellista katsausta hänen tarkoituksenaan on jossain vaiheessa julkistaa se eikä vain tuottaa sitä yksityiseen käyttöön. Jos toimittaja on saanut julkisuudessa sellaisen aseman, että hänen suosituksiaan tosiasiallisesti seurataan, saattavat hänen suosituksensa myös olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Siitä huolimatta, että joku toimittaja saisikin tilapäisesti tällaisen auktoriteettiaseman markkinoilla ja vaikka hänen katsauksensa olisivatkin tarkoitettu julkistettavaksi, ei hän kuitenkaan ole sellainen herkkien tilastojen tai katsausten tuottaja, johon lain esityöt erityisesti viittaavat. Kenenkään toimittajan tuottamia suosituksia taikka katsauksia tuskin rinnastetaan yleiseltä luotettavuudeltaan sellaisiin taloudellisten tutkimuslaitosten tutkimustuloksiin, jotka kuuluvat sisäpiirintiedon käsitteen alaan.[434]
>
> Jos toimittajien taloudelliset katsaukset tai suositukset kuitenkin katsottaisiin kuuluviksi sisäpiirintiedon määritelmän piiriin, tulkittaisiin sisäpiirisäännöstä silloin itse asiassa siten, että toimittaja voisi tulla tuomituksi julkisista lähteistä kerättyyn tietoon perustuvan oman mielipiteensä hyväksikäytöstä ilman, että hänellä todellisuudessa olisi mitään muita parempaa

---

[431] Ks. Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 6 ja 13. Analyysin tulee joka tapauksessa täyttää olennaisuuskriteeri voidakseen olla sisäpiirintietoa eikä suuri osa analyyseistä täytä tätä kriteeriä.

[432] Ks. Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 90 mukaan menettelyä kutsutaan nimellä "scalping".

[433] Ks. U.S. v. Carpenter, 484 U.S. 19 (1987), asiasta enemmän luvussa II 2.3.4; Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 6; Davies: The Take-over Bidder Exemption etc. s. 249.

Ks. myös Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 90–91, joka viittaa ranskalaiseen tapaukseen, jossa journalisti olisi saanut sakot vastaavan kaltaisessa tapauksessa kuin USA:ssa.

Vrt. Gaillard: France (Insider Trading), s. 61–62, jonka mukaan oikeuskäytännössä journalistien ennusteita on pidetty epävarmoina ja hypoteettisina eikä luonteeltaan tarkkana tietona.

[434] Ks. Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 12. Varsinkin epälikvideillä markkinoilla on mahdollista saada sellainen gurun asema, että kykenee suosituksilla liikuttamaan osakekursseja. Yleisimmin tällaisen gurun aseman saa journalisti, joka tavoittaa laajan joukon ihmisiä eikä niinkään kukaan analyytikko.

tietoa hallussaan.[435] Sisäpiirintietoa olisi tällöin tieto suosituksen (analyysin) sisällöstä ja sen julkistamisajankohdasta, jota tietoa sitten käytettäisiin hyväksi arvopaperikaupassa ennen suosituksen julkistamista[436]. Tällaisen tulkinnan välttämiseksi pitäisi sisäpiirintiedolta edellyttää jotain todellisuuspohjaa eikä sellaiseksi kelpaisi vain auktoriteettiin yhdistetty mielipide. Lainsäännöksessä käytetyn sanan tieto on mahdollisesti tarkoitettu itsessään sulkevan ulkopuolelle kaikki mielipiteet ja huhut.[437]

Suomen lain kannalta soveliainta olisi käsitellä näitä toimittajien ennen omien suositustensa julkistamista tekemiä kauppoja soveltamalla niihin kurssin vääristämistä koskevia säännöksiä varsinkin, jos olisi näyttöä siitä, että toimittaja pyrki katsauksellaan vaikuttamaan arvopaperin hintatasoon ja siten hyötymään kurssin noususta tai laskusta.[438] Muussa tapauksessa sovellettaviksi voisivat

---

[435] Ks. esim. FSA: Market Abuse CP 59, s. 26–27. Sen mukaan FSA ei ole vakuuttunut siitä, että toimittajien kaupankäynti ennen heidän omien suositustensa julkistamista olisi parhaiten käsiteltävissä markkinoiden väärinkäyttösäännöksen (market abuse) avulla. Sen sijaan FSA näkee parempana vaihtoehtona valistaa sijoittajia harkitsemaan kannattaako tehdä sijoituspäätös toimittajan suosituksen perusteella vai ei. Toiseksi FSA katsoo toimittajien omien kauppojen julkistamisen olevan tärkeää. Edellä mainitut seikat muodostavat FSA:n mielestä sopivan ja kohtuullisen tavan käsitellä tätä asiaa. Tästä näkemyksestä FSA pitää edelleen kiinni (ks. FSA: Code of Market Conduct, s. 19).

[436] Ks. APVY:n sisäpiiriohje kohta 2.6.1; Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 14.

Ks. myös Mattsson: Insiderbrott och andra informationsbrott, s. 55, jonka mukaan tieto siitä, että analyysi tulee julkistettavaksi esimerkiksi artikkelin muodossa jossakin taloudellisessa aikakausilehdessä ja sen kautta olennaisesti vaikuttamaan kursseihin voi olla tietoa, jota ei saa väärinkäyttää.

Vrt. White: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993 s. 65, joka toteaa, ettei etukäteistieto tähtianalyytikon hintasensitiivisestä suosituksesta ole sisäpiirintietoa, ellei suositus itsessään perustu sisäpiirintietoon.

Vrt. myös Ashe: Who is an Insider? s. 78, jonka mukaan tieto ei olisi ainakaan toimittajan itsensä käsissä sisäpiirintietoa, mutta saattaisi olla sitä muiden käsissä.

[437] Ks. Ot prp nr 80, Norge, kohta 3.5. Sanonnan tarkka poistaminen laista ei muuta sitä, että rajanveto huhujen ja spekulaatioiden suuntaan voidaan varmistaa sillä, ettei niiden katsota olevan tietoa lain tarkoittamalla tavalla.

Ks. Hopt: Insider Regulation and Timely Disclosure, s. 6, jonka mukaan ainakin sisäpiiridirektiivin edellyttämä tiedon tarkka (precise) luonne sulkee pois mielipiteet ja huhut.

Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 19–20. Määriteltäessä tiedon tarkkuutta on kiinnitettävä huomiota siihen, onko tapahtuma, johon tieto viittaa, tosi tai voidaanko sen kohtuudella odottaa tulevan todeksi tulevaisuudessa. Tapahtuma on todellinen, kun se perustuu vakaaseen ja puolueettomaan näyttöön, joka voidaan välittää täsmällisesti, toisin kuin huhut.

Ks. myös Clausen: Børsret, Insider handel, s. 23. Rajanveto huhujen ja konkreettisten tietojen välillä voi olla joskus hämärä.

[438] Ks. 2003/6/EY: MAD 1(2) artikla. Uudesta markkinoiden manipuloinnin perusmääritelmästä on johdettu muun muassa seuraava esimerkki, jonka mukaan markkinoiden manipulointia olisi "tilapäinen tai säännöllinen (perinteisten tai sähköisten) tiedotusvälineiden hyödyntäminen antamalla lausuntoja rahoitusvälineestä (tai epäsuorasti sen liikkeeseenlaskijasta) sen jälkeen, kun on tehty tätä rahoitusvälinettä koskevia osto- tai myyntisitoumuksia, ja tämän rahoitusvälineen hintaa koskevien lausuntojen vaikutuksesta hyötymistä, ilman että tästä eturistiriidasta on samalla asianmukaisesti ja tehokkaasti ilmoitettu yleisölle."

tulla AML:n mukainen hyvän tavan vastainen menettely arvopaperikaupassa tai pelkästään alan eettiset säännöt. Täysin perusteltuna voitaisiin pitää myös sitä vaihtoehtoa, etteivät herkät tilastot tai mitkään muutkaan julkisista tiedoista kootut analyysit, tilastot tai ennusteet olisi ollenkaan sisäpiirintietoa riippumatta niiden käyttötarkoituksesta.[439]

Uusi markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi toteaa, että "julkisesti saatavilla olevien tietojen perusteella tehtyjä tutkimuksia ja arvioita ei pitäisi pitää sisäpiirintietona, minkä vuoksi tällaisten arvioiden perusteella toteutettuja liiketoimiakaan ei pitäisi pitää direktiivissä tarkoitettuina sisäpiirikauppoina". Direktiivi sanoo lisäksi, että "julkisten elinten, jotka levittävät sellaisia tilastoja, joilla voi olla huomattava vaikutus rahoitusmarkkinoihin, on levitettävä tilastoja oikeudenmukaisella ja avoimella tavalla"[440]. Direktiivi ei ota kantaa siihen, onko tutkimus tarkoitettu julkistettavaksi vai yksityiseen käyttöön, joten edellä mainitut seikat saattavat tulevaisuudessa aiheuttaa sen, että sisäpiirisääntelyssä yksityistä käyttöä ei tarvitse erotella julkistamistarkoituksesta.

---

[439] Ks. Yhdistyneen kuningaskunnan Criminal Justice Act (1993) 58 §, Financial Services and Markets Act (2000) 118(7) §; FSA: Code of Market Conduct, kohta 1.4.6E.

Ks. myös Saksan Wertpapierhandelsgesetz 13(2) §, jonka mukaan analyysejä, jotka perustuvat kokonaisuudessaan julkiseen tietoon, ei pidetä sisäpiirintietona, vaikka niillä voisi olla olennainen vaikutus sisäpiiriarvopaperin arvoon.

Vrt. Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 18–19, jossa todetaan Saksassa vallitsevan mielipiteen olevan, että etukäteistieto analyytikon, journalistin tai jonkun muun suosituksesta on sisäpiirintietoa. Rosen-Gerke viittaavat Frankfurtissa tuomioistuimessa 9. marraskuussa 1999 (1999-5/2 Kls 92 Js 23140.2/98) esillä olleeseen tapaukseen, jossa erästä osaketta aiottiin suosittaa televisiossa. Tapauksessa katsottiin tuomioistuimen tulkinneen tiedon tulevasta suosituksesta sisäpiirintiedoksi. Tapaus ei kuitenkaan edennyt pääkäsittelyyn, koska muulta osin ei ollut tarpeeksi näyttöä, että syytetty olisi käynyt kauppaa vasta sen jälkeen, kun hän oli jo tehnyt päätöksen tulevasta suosituksestaan. Valitustuomioistuin samaa mieltä (15 maaliskuuta 2000-1 Ws 22/00).

[440] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 31) ja artikla 6(8).

4 Tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimus

4.1 YLEISTÄ OLENNAISUUDESTA

Sisäpiirintiedon tulee koskea seikkaa, joka *on omiaan olennaisesti vaikuttamaan* arvopaperin arvoon tai hintaan. Yrityksissä ja niiden palveluksessa olevilla on yleensä koko ajan enemmän tai vähemmän luottamuksellista, julkistamatonta tietoa hallussaan. Vaikutuksen olennaisuusvaatimus osoittaa, ettei tarkoitus ole kriminalisoida sellaisen tiedon hyväksikäyttämistä, jolla on vain vähäinen vaikutus arvopaperin arvoon tai hintaan, vaikka vaikutus olisi kiistatonkin.[441] Olennaisuuskriteeri ohjaa tunnusmerkistön soveltamisen vain niihin tilanteisiin, jotka ovat kriminaalipoliittisesti merkittäviä. Muunlaisen tiedon käyttöä ei rajoitakaan sisäpiirintiedon väärinkäytön rikosoikeudellinen kielto, vaan esimerkiksi markkinoiden itsesääntelyyn perustuvat eettiset ohjeet ja suositukset.

Vaikutuksen olennaisuutta ei ole tarkoitettu arvioitavaksi pelkästään tarkastelemalla mahdollisesti toteutunutta suhteellista arvopaperin arvon tai hinnan muutosta. Muutoksen olennaisuus on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin, sillä erilaisilla markkinoilla kuten osake- tai johdannaismarkkinoilla, voivat normaalit vaihtelut olla erisuuruisia. Arvopaperista riippuen jo muutaman prosentin äkillinen muutos voi olla olennainen, mutta mitään tarkkaa prosentuaalista rajaa ei ole mahdollista antaa.[442]

---

[441] HE 254/1998 vp, s. 35. Esitöissä viitattu vähäinen vaikutus tuskin tarkoittaa kuitenkaan sitä, että muut kuin vähäisen vaikutuksen omaavat tiedot olisi tarkoitettu olennaisiksi, jos ajatellaan tiedon vaikutusta esimerkiksi akselilla vähäinen-kohtalainen-olennainen.

Vrt. HE 53/2002, RL 30:9 yksityiskohtaiset perustelut. Olennaisuusvaatimuksen poistaminen ei poista soveltamiskynnystä kokonaan. Kirjanpidon laiminlyöntien tai virheellisyyksien on edelleen oltava sellaisia, että ne vaikeuttavat oikean ja riittävän kuvan saamista. Yksittäiset ja vähäiset puutteet ja virheet eivät yleensä voi tällä tavoin vaikeuttaa oikean ja riittävän kuvan saamista tuloksesta tai taloudellisesta asemasta kokonaisuudessaan.

[442] HE 254/1998 vp, s. 35. HE:n mukaan päivittäiset kurssimuutokset ovat tyypillisesti alle 3 %:n suuruisia.

Ks. Rautio: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 7. Suomen Optiomeklarit Oy totesi lausunnossaan, että pienikin kurssimuutos voi olla markkinoilla oleellinen ja pelkää, että maallikot voivat edellyttää olennaisuudelta huomattavasti suurempia muutoksia.

Ks. Prop.1999/2000:109, s. 53, jossa todetaan kurssien muutosten osalta tietyn prosentuaalisen rajan antamisen olennaisuuden mittaamiseen olevan vaikeaa.

Ks. NOU 1996:2, s. 57.

Ks. myös Hopt: Insider Regulation and Timely Disclosure, s. 7. Saksassa on käytetty rajana 5 %:n kurssimuutoksia. Vaikka saksalaisessa oikeustieteessä on lähes yksimielisesti oltu samaa mieltä tästä rajasta, on sen katsottu olevan kuitenkin vain lähtökohta eikä mikään kiinteä raja.

Vrt. Afrell-Klahr-Samuelsson: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 286, joiden mukaan kurssimuutosta, joka eroaa 10 % suhteessa yleiseen kurssikehitykseen tiedon julkistamisen seurauksena, voidaan pitää olennaisena.

Säännöksen mukaan vaikutuksen tulee kohdistua arvopaperin arvoon tai hintaan. Arvopaperimarkkinalaissa kohde ilmaistiin aiemmin pelkästään sanalla arvo, jolla hallituksen esityksen perustelujen mukaan haluttiin osoittaa säännöksen koskevan sellaistakin tietoa, joka ei välittömästi vaikuta arvopaperin hintaan, mutta joka voi pidemmällä aikavälillä nostaa arvopaperin arvoa suhteessa muihin arvopapereihin. Arvopaperin kurssi saattaa tiedon käyttämisen aikana jo olla niin korkea, ettei tieto enää sitä nosta, mutta hanke tai ratkaisu, jota tieto koskee, voi kuitenkin vähitellen vaikuttaa sen hintaan arvopaperien yleiseen hintatasoon verrattuna. Nykyisellä ilmaisulla tarkoitetaan asiallisesti samaa kuin arvopaperimarkkinalaissa sanalla arvo, mutta se korostaa, että myös lyhytaikainen hintaan kohdistuva vaikutus riittää. Myös merkitykseltään sinänsä vähäiset seikat voivat muodostaa yhdistettynä sellaisen tiedon, joka ylittää olennaisuuskynnyksen, vaikka yhdelläkään seikalla erikseen ei olisi tätä vaikutusta. Tiedon vaikutusta arvioitaessa on myös otettava huomioon, että sama tieto voi vaikuttaa olennaisesti jonkin arvopaperin arvoon tai hintaan, mutta sen vaikutus toiseen arvopaperiin voi olla vähäinen. Esimerkiksi seikka, joka vaikuttaa liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon, ei välttämättä vaikuta yhtä paljon liikkeeseenlaskijan velkakirjan arvoon.[443]

4.2 OBJEKTIIVINEN ARVIOINTI

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistössä käytetty sanonta "on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon" ei tarkoita sitä, että sisäpiirintiedolla varmasti tai edes todennäköisesti on merkitystä arvopaperin arvon- tai hinnanmuodostuksen kannalta. Tiedon tulee arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan olla sellaista, että sillä *yleensä* tai *tyypillisesti* on vaikutusta arvopaperin arvoon tai hintaan.[444] Olennaisuutta arvioitaessa kiinnitetään huomiota käyttäjien tarpeisiin[445]. Tosiasiallista vaikutusta ei vaadita vaan sitä, että tieto objektiivisesti arvioiden on sellainen, että sen julkistamisella voidaan katsoa olevan merkitystä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta. Koska luotettavan ennusteen tekeminen arvopaperin arvon tai hinnan kehityksestä on käytännössä yleensä mahdotonta, riittävää on pelkäs-

---

[443] HE 254/1998 vp, s. 35.

Ks. Ruotsin sisäpiiririkoslain (SFS 2000:1086) 8 § kohta 8, jossa todetaan nimenomaisesti, että mahdollisesta sisäpiirintiedosta huolimatta ostoja ja myyntejä voi tapahtua muilla taloudellisilla instrumenteilla kuin osakkeilla, silloin kun hankinta tai siirto tapahtuu käyttämättä sisäpiirintietoa hyväksi.

[444] Ks. Heinonen-Koskinen: Rikosoikeus (Rikosten jaottelua), s. 129. "On omiaan" tarkoittaa yleistämistä eräänlaiseksi tyyppitilanteeksi, jossa tilanne ikään kuin abstrahoidaan yksittäistapauksellisista piirteistään.

[445] Koskinen: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus, s. 76.

tään olennaisen vaikutuksen todellinen mahdollisuus.[446] Tosin vaikutuksen todennäköisyys yleensä kasvaa sen mukaan, mitä olennaisempaa ja yllättävämpää tieto on[447].

Sisäpiirintietoa koskeva objektiivinen olennaisuusarvio tulee tehdä sen hetken tilanteen mukaan, jolloin tietoa käytettiin hyväksi arvopaperikaupassa. Kysymys on siitä, olisiko kyseinen tieto kaupantekohetkellä julkistettuna ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tehtävässä arviossa tiedon merkitystä on tarkasteltava erillään muusta informaatiosta ja pyrittävä analysoimaan, oliko kyseisellä tiedolla yleensä edes riittävät edellytykset vaikuttaa arvopaperin arvoon yleisen kokemuksen perusteella[448]. Tämän lisäksi tapaukseen liittyvät konkreettiset olosuhteet, jotka olivat olemassa tai tapahtuma-aikaan ennakoitavissa, tulisi mahdollisuuksien mukaan ottaa huomioon, jos nämä olosuhteet saattoivat lisätä tai vähentää mahdollista vaikutusta arvopaperin arvoon.[449]

> Esimerkiksi tieto, joka on objektiivisesti arvioituna olennaista arvopaperin arvon kannalta positiivisessa mielessä, voi kuitenkin tiedon julkistamisen jälkeen aiheuttaa kurssilaskun. Siitä huolimatta, että tällaisessa tapauksessa tosiasiallinen vaikutus on erisuuntainen kuin objektiivinen arvio antoi odottaa, ei se muuta sitä seikkaa, että tietoa olisi edelleen jälkikäteenkin katsottuna pidettävä objektiivisesti arvioituna positiivisena. Selityksenä tällaiselle kurssin käyttäytymiselle saattaa yksinkertaisesti olla vain se, että markkinoilla oli jonkinlainen konsensus odotuksien suhteen eivätkä ne odotukset täyttyneet positiivisista uutisista huolimatta. Markkinat saivat hyviä tietoja, mutta ne odottivat vielä parempia.

---

[446] HE 254/1998 vp, s. 35; HE 157/1988 vp, s. 46; Ks. Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 93; Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999), s. 14; Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 24; BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 37; Hansen: Informationsmisbrug, s. 276. Tiedolla tulee potentiaalisesti olla vaikutusta kurssiin.
Vrt. Sisäpiiridirektiivin suomenkielinen versio, jonka 1 artiklan 1 kohdan mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkistamatonta tietoa, jolla julkistettaessa todennäköisesti olisi huomattava vaikutus arvopaperin hintaan.

Vrt. myös CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 23, jossa todetaan, että "The ex-ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time an effect on the price (due to the information) *could reasonably have been expected.* Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either."

[447] Ks. Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 16. Mitä yllättävämpi yrityskauppa markkinoiden näkökulmasta, sitä varmempi hintareaktio on odotettavissa.

[448] Ks. Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 6. Valtionsyyttäjä totesi tiedon vaikutuksen arvioinnin puhdistettuna muista samanaikaisesti kurssiin vaikuttavista tekijöistä olevan vaikeaa.

[449] BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 17 ja 35–37; Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 27.

Usein objektiivisen arvion tekijäksi katsotaan *arvopaperimarkkinoita tunteva huolellinen ja järkevä henkilö*.[450] Olennaisilla arvopaperin arvoon vaikuttavilla seikoilla tarkoitetaan tietoja, joita tällainen henkilö pitää merkityksellisinä ja riittävinä sijoituspäätöstä pohtiessaan.[451] Jos arvopaperimarkkinoita tuntevan järkevän henkilön käsitteellä ajateltaisiin lähestyttävän ammattimaisen sijoittajan käsitettä (AML 1:4) ja tietoja peilattaisiin tällaisen henkilön arvioiden kautta, nousisi objektiivisen arvion tekijän kynnys turhan korkeaksi. Arvopaperimarkkinoita tuntevalla järkevällä henkilöllä voidaan käytännössä katsoa tarkoitettavan lähinnä sellaista henkilöä, jolla on kohtuullinen tietämys markkinoiden toiminnasta, osapuolista ja sijoituskohteista eli sijoitustoiminnasta yleensä ja joka toimii järkevällä ja huolellisella tavalla.

---

[450] Ks. HE 157/1988 vp, s. 21. HE:ssä käytettiin sanontaa arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö. Rata on ohjeessaan (Rata 204.2) lisännyt siihen väliin sanan huolellinen.

Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 18), joka käyttää tavallisen ja järkevän henkilön mittaa.

Ks. Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 75 ja 185. Astola käyttää nimitystä asiantunteva sijoittaja ja viittaa bonus pater familias – mittapuuhun. Samoin Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 90–93, joka tosin hyväksyy asiantuntevan sijoittajan käsitteen vain pienin varauksin.

Ks. myös Cour de Cassation, Chambre Criminelle, 26.6.1995, Juris Classeur, Droit Pénal 1996 II, 766. Tuomioistuin totesi, että sisäpiirintieto määritellään teoreettisesti katsoen eikä tekijän näkökulmasta.

Ks. Yhdistyneen kuningaskunnan Financial Services and Markets Act 2000 pykälä 118, jossa käytetään ilmausta "a regular user of the market". Sen (10) kohdassa on määritelty, että "regular user in relation to a particular market, means a reasonable person who regularly deals on that market in investments of the kind in question". Lakia edeltäneessä ehdotuksessa (House of Commons 17.6.1999, Bill 121) taas käytettiin sanontaa "informed participants".

Ks. myös FSA: Code of Market Conduct johdanto luku 5.3, jossa todetaan, että regular user on oletus järkevästä henkilöstä, jonka arvio on puolueeton ja objektiivinen. Hän tuntee kyseessä olevat markkinat ja ymmärtää vaatimustason vaihtelevan eri markkinoiden välillä. Erityisesti on mainittu, ettei regular user tarkoita arvopaperimarkkinoita valvovaa viranomaista FSA:ta (Financial Services Authority).

Ks. myös Basic Inc v Levinson, 485 U.S. 224 (1988), jossa käytettiin sanontaa "a reasonable investor".

[451] Rata 204.2, s. 2. Arvioitaessa tietojen merkittävyyttä ja riittävyyttä yhtiön taloudellisen tilan selvittämiseksi huolellinen sijoittaja tarvitsee tietoja, joiden avulla hän voi arvioida sijoituksen tulevaa tuottoa ja sijoitukseen liittyviä riskejä.

Ks. Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 185.

Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 27. "A piece of information is likely to have a significant effect on the price of a financial instrument when it is information, which a reasonable investor in the given circumstances would be likely to take into account for his investment decision." "A reasonable investor is a person that thinks and behaves in a rational way."

Ks. Basic Inc v Levinson, 485 U.S. 224 (1988). Päätöksessä USA:n korkein oikeus totesi informaation olennaisuuden arvioinnista; "an omitted fact is material if there is a substantial likelihood that its disclosure would have been considered significant by a reasonable investor."

Ks. myös TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. 426 U.S: 438 (1976). "The issue of materiality is a mixed question of law and fact, involving as it does the application of a legal standard to a particular set of facts, and only if the established omissions are so obviously important to an investor that reasonable minds cannot differ on the question of materiality is the ultimate issue of materiality appropriately resolved as a matter of law."

4.3 SÄÄNNÖLLINEN TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Sisäpiirintiedon määritelmä ei ole riippuvainen tiedonantovelvollisuuksista, ja henkilö voidaan tuomita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä riippumatta siitä, onko arvopaperin liikkeeseenlaskija noudattanut näitä velvollisuuksia vai ei. Tiedonantovelvollisuudet liittyvät kuitenkin sisäpiirintietoon niin läheisesti, että sisäpiirintietoa ja sen määritelmään kuuluvaa olennaisuutta on hyödyllistä tarkastella niiden avulla.[452]

Arvopaperien jälkimarkkinoilla julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskee arvopaperimarkkinalaissa tarkoitettu säännöllinen ja jatkuva tiedonantovelvollisuus. Liikkeenjohdolla on yleensä jatkuvan kosketuspinnan johdosta suhteellisen hyvä käsitys yhtiön liiketoiminnan tilasta, mutta liikkeenjohdosta erillään olevat omistajat joutuvat luottamaan yhtiön tuottamaan viralliseen raportointiin. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä tämä seikka on asetettu tiedonantovelvollisuussäännösten kulmakiveksi. Julkisen kaupankäynnin kohteeksi otetun yhtiön on julkistettava säännöllisesti osavuosikatsauksia, vuosikatsauksia, tilinpäätöksiä ja tilinpäätöstiedotteita sekä ilman aiheetonta viivytystä kaikki muut sellaiset tiedot, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.[453]

Sisäpiirintietona voidaan *lähtökohtaisesti* pitää kaikkea sellaista julkistamatonta tietoa, joka julkisesti noteeratun yhtiön on tiedotettava säännöllisen tiedonantovelvollisuutensa mukaisesti.[454] Alkuperäisessä hallituksen esityksessä (HE 157/1988 vp.) katsottiin luottamuksellista yritystietoa olevan julkistamaton tieto, joka koskee julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tällaisiin tietoihin luettiin muun muassa yhtiön tilinpäätöksen tai osavuosikatsauksen sisältö ennen niiden julkistamista.[455]

---

[452] Ks. UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 5.10, jossa yhtiöitä kehotetaan tekemään listoja niistä informaatiotyypeistä, jotka ovat omiaan olemaan hintasensitiivisiä kyseisen yhtiön kannalta (sensitivity list) ja jotka voidaan sisällyttää yhtiön tiedotuspolitiikkaan.

[453] HE 184/2001 vp, s. 14; Ks. HE 254/1998 vp, s. 31–32 (Arvopapereita koskeva tiedottamisrikos RL 51:5). Arvopaperimarkkinalaki asettaa useita tiedonantovelvollisuuksia, mutta niistä vain osa koskee niin olennaisia tietoja, että rikossäännöstä käytännössä voitaisiin soveltaa niitä koskevan tiedonantovelvollisuuden rikkomiseen. Kysymykseen voisi tulla seuraavien velvollisuuksien rikkominen:

- osavuosikatsauksen tai vuosikatsauksen antaminen (AML 2:5 ja 5a)
- tilinpäätöksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistaminen (AML 2:6 ja 6 a)
- sellaisen seikan julkistaminen, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon (AML 2:7),
- ym.

Ks. myös VMA 538/2002 säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta.

[454] Ks. Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 3, jonka mukaan yleisesti on selvää, että esimerkiksi yhtiön osavuosikatsaukset liittyvät merkittävällä tavalla yhtiön toimintaan ja niihin liittyviä julkistamattomia tietoja pidetäänkin sisäpiirintietona.

[455] HE 157/1988 vp, s. 45.

Helsingin käräjäoikeus on antamassaan ratkaisussa[456], väliotsikon "olennaisesta vaikutuksesta" alla, tulkinnut osavuosikatsausten ja tilinpäätösten sisältöjen olevan sellaisia, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Ratkaisun perusteluissa oikeus on hyväksynyt alkuperäisessä hallituksen esityksessä olleen lähtökohtaolettaman siitä, että mainituissa katsauksissa olevia tietoja on pidettävä sisäpiirintietona ennen niiden julkistamista. Oikeus on lisäksi viitannut asiantuntijatodistajaan,[457] joka totesi yhtiön taloudellisen tilan olevan keskeisin tekijä, jota markkinat seuraavat, koska se vaikuttaa sijoittajan riskin arviointiin, ja että sijoittajat seuraavat sekä vuositulosta että osavuosikatsauksia, joiden merkitys on erityisesti kasvanut niistä saatavien ajankohtaisten tietojensa johdosta.

Huomattavaa käräjäoikeuden ratkaisussa on se, että osavuosikatsausten tai tilinpäätöksen varsinaista sisältöä ei ole erikseen arvioitu olennaisuuden kannalta.[458] Ratkaisu näyttääkin heijastelevan katsausten yleistä merkitystä sijoittajien päätöksenteolle siitä riippumatta, sisältävätkö ne edes mitään uutta ja yllättävää tietoa. Perusteluissa todetaankin, että myös odotettu tulos on markkinoille tärkeää tietoa.

Voidaan tietysti kysyä, onko osavuosikatsausten tai tilinpäätösten sisältöä pidettävä automaattisesti olennaisena ennen niiden julkistamista riippumatta siitä, mitä niissä sanotaan yrityksen tilasta. Noteerattujen yhtiöiden on julkistettava osavuosikatsaukset kolmesti vuodessa ja niiden lisäksi vielä tilinpäätös[459]. Näiden ohella yhtiöiden on välittömästi tiedotettava jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti kaikista päätöksistään ja yhtiötä koskevista seikoista, jotka voivat olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Voivatko katsaukset yleensäkään sisältää enää mitään sisäpiirintietoa varsinkaan, jos ne eivät poikkea yhtiön ennakoidusta kehityksestä?

Ks. Ruotsin Insiderlag 1990:1342 (kumottu 31.12.2000), jonka 5 §:n 2 kohdan mukaan seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voi olla esimerkiksi mikä tahansa yhtiön toimintaan liittyvä asia, jota koskeva tieto normaalisti kerrotaan yhtiön tilinpäätöksessä, osavuosikatsauksessa tai vastaavassa.

[456] Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000).

[457] Professori Teppo Martikainen kuultu asiantuntijatodistajana. Ks. myös Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon.

[458] Ks. Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000). Ratkaisussa on väliotsikon "aineellisen edun hankkimistarkoituksesta" kohdalla osavuosi- ja vuosituloksen osalta todettu "tuloskehityksen olleen positiivista verrattuna edellisen vuoden vastaavaan ajankohtaan". Positiivisuudella ei kuitenkaan ole sama merkitys kuin olennaisuudella, vaan se ennemminkin viittaa tiedon täsmennettävyyteen, jonka pohjalta on mahdollista tehdä johtopäätöksiä oletetun kurssimuutoksen suunnasta.

[459] Ks. Helsingin Pörssin antamaa muun julkisen kaupankäynnin ohjesääntöä, 4 luvun 4 §. Listayhtiön, jonka pörssiarvopaperi on otettu I- tai Prelistalle, on arvopaperipörssin ohjesäännön kohdasta A5.241 poiketen laadittava kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan osavuosikatsaus joko kuudelta ensimmäiseltä kuukaudelta tai vähintään kaksi osavuosikatsausta samanpituisilta ajanjaksoilta siten, että kukin katsaus käsittää toimintavuoden siihenastisen toiminnan. Yhtiö voi myös laatia osavuosikatsaukset arvopaperipörssin ohjesäännön kohdan A5.241 mukaisesti. Kohdan A5.241 mukaan pörssiyhtiön on laadittava kultakin yli kuuden kuukauden pituiselta tilikaudeltaan osavuosikatsaus kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta siten, että kukin katsaus käsittää toimintavuoden siihenastisen toiminnan.

Periaatteessa osavuosikatsausten ja tilinpäätösten sisältö ei saisi koskaan sisältää mitään suuria yllätyksiä, koska kaikki yhtiön olennaiset päätökset ja sen toimintaa koskevat seikat on ilman aiheetonta viivytystä julkistettava jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti. Jos yhtiö on tämän tiedonantovelvollisuuden perusteella antanut esimerkiksi tulosvaroituksen[460] vain hieman ennen osavuosikatsausta tai tilinpäätöstä, lienee selvää, ettei ainakaan sen jälkeen julkaistavaa katsausta voida enää pitää automaattisesti sisäpiirintietona. Yhtiön ei kuitenkaan tarvitse antaa tulosvaroitusta, ellei kyseessä oleva muutos sen aiemmin julkaisemiin tietoihin verrattuna ole omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.[461]

Ennen katsausten julkistamista ei sijoittajien käytössä yleensä ole yhtiötä koskevia aivan tuoreita tietoja. Heillä voi olla käytössään sekä aiemmat katsaukset kyseiseltä vuodelta että saman ajankohdan tilanne edelliseltä vuodelta, mutta niiden perusteella tehtävät johtopäätökset perustuvat vanhaan tietoon ja sen hetkisiin arvioihin tulevasta tilanteesta. Vasta julkistettava katsaus kertoo lopulliset ja tarkat faktat, joiden perusteella sijoittajien on mahdollista tarkistaa aiempia arvioitaan.[462] Katsausten olennainen merkitys tuleekin niiden antamien tietojen tarkkuudesta ja yhtiötä koskevasta kokonaiskuvasta, koska julkistaminen lopettaa tiedollisen epävarmuuden.[463]

---

[460] Tulosvaroituksessa on kyseessä tieto, joka koskee yhtiön katsauskautena toteutuvaa tulosta taikka tase- tai rahoitusasemaa. Tulosvaroitus voi olla positiivinen tai negatiivinen. (Helsingin Pörssin säännöt A.5.43)

[461] Ks. Hgin HO R 98/935, jossa Helsingin hovioikeus totesi, että tieto "siitä, että yhtymä on jäämässä aikaisemmin julkistamistaan tulostavoitteista, olisi ollut omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtymän osakkeen arvoon. Sen vuoksi yhtymän hallituksen olisi tullut julkistaa sanottua seikkaa koskeva tieto."

[462] Ks. Koskinen: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus, s. 78. Nykyiset ja tulevat osakkeenomistajat tarvitsevat tilinpäätösinformaatiota sen tueksi ostaako vai myydä yhtiön osakkeita.

Ks. Ekholm: Essays on Stock Market Reactions to New Information, s. 11–13, joka viittaa useisiin eri tutkimuksiin, joiden mukaan tilinpäätös- ja tulostiedot sisältävät erittäin hyödyllistä informaatiota, jota ei ole kokonaan sisällytetty arvopaperien hintoihin välittömästi tulostietojen julkistamishetkellä.

Ks. myös SEC: Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Website Access to Reports, luku IV.A.1. SEC uskoo osavuosi- ja vuosikatsausten (periodic reports) sisältävän arvokasta tietoa sijoittajille. "Investors and other users of the reports can judge previous informal statements by the company against the more extensive and mandated disclosure provided in the reports."

[463] Ks. Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 6 ja 18–19. Martikainen viittaa tutkimukseen, jonka mukaan vuositilinpäätöksen merkitys on valveutuneille sijoittajille heidän omien mielipiteidensä perusteella erittäin keskeinen. Martikainen toteaa olevan selvää sekä olemassa olevan tutkimuksen että käytännön havaintojen pohjalta, että ennen osavuosikatsausten ja vuositulosten julkaisua markkinoilla on epävarmuutta siitä, mitä kyseiset luvut tulevat olemaan. Hyvin harvoin tietojen julkaisupäivää edeltävänäkään päivänä analyytikot ovat täysin yksimielisiä siitä, mikä yrityksen julkaistu tulos tulee olemaan.

> Suurin informaatioarvo on sellaisella voittouutisella, joka muuttaa markkinoiden keskimääräistä näkemystä yrityksen taloudellisesta tilasta. Mutta myös sellainen voittouutinen, joka on täsmälleen markkinoiden keskimääräisen voittoennusteen mukainen, voi olla markkinoille tärkeä. Tämä johtuu siitä, että voittouutisen julkistaminen vähentää aina yritysten voittojen käyttäytymiseen liittyvää epävarmuutta.[464]

Käräjäoikeuden edellä mainittua päätöstä on syytä lukea niin, että se pitää vain lähtökohtana sitä, että osavuosikatsausten ja tilinpäätösten sisältö on aina ennen niiden julkistamista sisäpiirintietoa.[465] Ratkaisusta ei kuitenkaan voi tehdä sellaista johtopäätöstä, että oikeus ei hyväksyisi minkäänlaisia erityisiä olosuhteita, jotka voisivat poistaa katsausten sisällöltä olennaisen merkityksen kuten edellä mainittu tulosvaroitusesimerkki osoittaa. Epäilemättä myös sellainen käytäntö, jossa yhtiö kuukausittain julkistaisi sitä koskevat avainluvut, vähentäisi tiedollista epävarmuutta siinä määrin, että osavuosikatsauksia ja tilinpäätöksiä tuskin voisi enää pitää lähtökohtaisesti sisäpiirintietona.[466]

Vaikka katsaukset eivät saisikaan sisältää olennaisia yllätyksiä, niin siitä huolimatta markkinat tosiasiassa aika ajoin yllättyvät. Arvio yhtiön kehityksestä tehdään sen itse julkistamien tietojen perusteella, ja jos yhtiön tiedottamisessa on toivomisen varaa, niin on suurempi mahdollisuus, että markkinat tekevät erilaisia johtopäätöksiä kuin yhtiö on tarkoittanut. Tämä johtaa viime kädessä siihen, että markkinat yllättyvät, kun lopullinen osavuosikatsaus tai tilinpäätös julkistetaan.[467]

4.4 JATKUVA TIEDONANTOVELVOLLISUUS

Sisäpiirintietona voidaan *lähtökohtaisesti* pitää myös kaikkea sellaista julkistamatonta tietoa, joka julkisesti noteeratun yhtiön on tiedotettava jatkuvan tie-

---

Vrt. Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 19, joka toteaa liikkeeseenlaskijan tilinpäätöstietojen ja muun julkistetun materiaalin olevan toissijaista arvopaperin arvon tulevaa kehitystä koskevan informaation rinnalla. Hän viittaa samalla (Martikainen Teppo. Arvopaperit, Juva 1995) tutkimukseen, jonka mukaan esimerkiksi tilinpäätöstiedot ovat heijastuneet julkaisemiseen mennessä jo 85–90 prosenttisesti osakkeen hintoihin.

[464] Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 15.

[465] Ks. Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta, s. 737, joka on kritisoinut Helsingin käräjäoikeuden päätöstä siitä, että se on katsonut julkistamattomien tulostietojen olevan aina sisäpiirintietoa. Hänen mukaansa valmisteilla olevia tulostietoja ei tulisi kategorisesti pitää sisäpiirintietona, vaan asia edellyttäisi tapauskohtaista harkintaa. Hän katsoo kuitenkin, että tulostietoja voitaneen presumptiivisesti pitää sisäpiirintietona.

[466] Ks. myös SEC: Acceleration of Periodic Report Filing Dates and Disclosure Concerning Website Access to Reports, luku IV.A.1. "While quarterly and annual reports at present generally reflect historical information, a lengthy delay before that information becomes available makes the information less valuable to investors."

[467] Tiedonantovelvollisuuden rikkominen on säädetty rangaistavaksi RL 51:5 ja AML 8:3.

donantovelvollisuutensa mukaisesti.[468] Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevan AML 2:7:n mukaan julkistamisvelvollisuus koskee liikkeeseenlaskijan päätöksiä sekä sitä ja sen toimintaa koskevia seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Edellä sanottu ei kuitenkaan tarkoita, että tieto olisi sisäpiirintietoa vasta sitten, kun se on kypsää julkistettavaksi. Sisäpiirintieto on yleensä olemassa paljon aikaisemmin kuin se on valmis tiedotettavaksi.[469] On syytä myös muistaa, että sisäpiirintieto on käsitteenä laajempi kuin yhtiön jatkuva tai säännöllinen tiedonantovelvollisuus, koska käsite sisältää myös seikkoja, joita yhtiön ei tarvitse koskaan julkistaa tiedonantovelvollisuuksiensa mukaisesti kuten esimerkiksi koko arvopaperimarkkinoihin vaikuttavia korko- tai veropäätöksiä taikka lainsäädäntömuutoksia. Sisäpiirintiedolta ei siten edellytetä samanlaista tapahtuman ja liikkeeseenlaskijan välistä läheistä suhdetta kuin tiedonantovelvollisuudelta.

Euroopan yhteisön sisäpiiridirektiivissä on myös kiinnitetty huomiota yhtiöiden jatkuvaan tiedottamiseen. Sisäpiiridirektiivin 7 artiklassa on viittaus listalleottodirektiivin liitteeseen,[470] jossa edellytetään yhtiöiden tiedottavan yleisölle niin pian kuin mahdollista kaikesta toimintaansa koskevasta merkittävästä kehityksestä, joka ei ole yleisesti tiedossa ja joka yhtiön varoihin ja vastuisiin tai rahoitusasemaan taikka yleensä sen liiketoiminnan harjoittamiseen kohdistuvan vaikutuksensa vuoksi voi aiheuttaa olennaisia muutoksia osakkeen hintaan.[471]

Alkuperäisessä hallituksen esityksessä on katsottu luottamuksellista yritystietoa olevan julkistamaton tieto, joka koskee julkisen kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin liikkeeseenlaskijaa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Näitä seikkoja ovat muun muassa merkittävät yhtiön toimintaan vaikuttavat päätökset ja tapahtumat kuten osakeannit, suuret investoinnit, tehdyt keksinnöt sekä yrityskaupat ja sulautuminen toiseen yhtiöön niin

---

[468] Ks. BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 17, jonka mukaan Saksassa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluva tieto on aina sisäpiirintietoa.

[469] Ks. HE 157/1988 vp, s. 29. Säännös ei edellytä valmisteltavana olevien päätösten julkistamista. Osakemarkkinoiden toimivuuden ja sisäpiirin väärinkäytösten ehkäisemiseksi on kuitenkin suotavaa, että yhtiöt tiedottavat mahdollisimman aikaisessa vaiheessa myös valmisteluvaiheessa olevista seikoista.

Ks. Rata K/42/2002/PMO.

Ks. myös Helsingin Pörssin suositus listayhtiöille tiedotteiden nimeämiskäytännöstä, jonka mukaan listayhtiön tulisi nimetä tiedotteensa sisällön perusteella joko pörssitiedotteeksi, tiedotteeksi tai pörssi-ilmoitukseksi. Näistä ensimmäinen eli pörssitiedote pitää sisällään tapahtumat tai seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön osakkeen arvoon.

[470] 79/279/ETY: Listalleottodirektiivi, liite, C luettelo 5) kohta a) alakohta. Kyseinen kohta on sittemmin siirretty (konsolidoidun) direktiivin 2001/34/EY artiklaan 68(1).

Ks. 2003/6/EY: MAD artikla 20, joka kumoaa direktiivin 2001/34/EY artiklan 68(1). Jatkuva tiedonantovelvollisuus sisältyy MAD 6(1) artiklaan jatkossa.

[471] Ks. Rider: Regulation of Financial Markets etc., s. 54, jonka mukaan tiedon hallintaan ja oikea aikaiseen tiedottamiseen on kiinnitettävä erityistä huomiota.

sulautuvan kuin vastaanottavan yhtiön osalta. Säännöksessä tarkoitettua luottamuksellista yritystietoa on myös julkistamaton tieto yhtiön taloudellisista vaikeuksista tai päätöksestä hakea yhtiön asettamista selvitystilaan tai konkurssiin. Lisäksi yhden tärkeän ryhmän sisäpiirintietoa muodostavat osakkeiden julkisen osto- tai lunastustarjouksen esittämistä koskevat päätökset, jotka voivat olla säännöksessä tarkoitettua sisäpiirintietoa sekä tarjouksen esittäjäyhtiön että sen kohteen kannalta.[472]

4.4.1 Yrityskaupat ja muut järjestelyt

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden yhden osa-alueen muodostavat yrityskaupat. Yrityskauppojen valmistelussa voidaan katsoa olevan kaksi toisiinsa liittyvää kriteeriä, joiden molempien osalta on tehtävä erikseen olennaisuusarviointi, ja vasta sen jälkeen on mahdollista tehdä kokonaisarvio siitä, onko kyseessä sisäpiirintieto lain tarkoittamassa merkityksessä.

Ensimmäinen arviointikohta on itse yrityskauppa. Kaupan koon tulee aina täyttää tietty *suuruusluokka* ennen kuin sitä voidaan pitää olennaisena. Laki ei anna johtoa siitä, minkä kokoinen kaupan tulee olla ennen kuin se luokitellaan olennaiseksi. Lain esityöt vain toteavat merkittävien yhtiön toimintaan vaikuttavien tapahtumien kuten yrityskauppojen olevan sisäpiirintietoa. Hyvänä pääsääntönä voidaan kuitenkin pitää Helsingin Pörssin ohjesääntöä ja sen yrityskauppoja koskevaa kohtaa. Säännös sisältää niin sanotut 10 %:n kriteerit, joista yhdenkin täyttyminen aiheuttaa sen, että yrityskauppaa on aina pidettävä merkittävänä.

> Helsingin Pörssin ohjesäännön mukaan yrityskauppaa on aina pidettävä merkittävänä, jos jokin seuraavista kriteereistä täyttyy:[473]
> 1) Osuus kohteen liikevaihdosta tai taseesta on yli 10 % pörssiyhtiön konsernin liikevaihdosta tai taseesta.
> 2) Osuus yrityskaupan kohteena olevan yrityksen omasta pääomasta ja varauksista on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä.
> 3) Yrityskaupan kohteesta suoritettava vastike on yli 10 % pörssiyhtiön konsernitaseen mukaisesta oman pääoman ja varausten yhteismäärästä, tai vastike on yli 10 % pörssiyhtiön osakkeiden yhteenlasketusta markkina-arvosta oman pääoman ja varausten yhteismäärän alittaessa osakkeiden yhteenlasketun markkina-arvon.

---

[472] HE 157/1988 vp, s. 45–46.
[473] Helsingin Pörssin ohjesäännön kohta A5.45 Yrityskaupat.

Lähtökohdaksi lain tulkinnassa voidaan ottaa, että jonkin tällaisen 10 %:n kriteerin täyttyminen täyttää myös lain vaatimuksen olennaisuudesta.[474] Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö tällaisen 10 %:n kriteerin alittava yrityskauppa voisi joissain tilanteissa olla lain tarkoittama olennainen kauppa. Viime kädessä asiaa on arvioitava tapauskohtaisesti.

> Sijoitusyhtiöiden osalta julkistamisvelvollisuuden on katsottu olevan olemassa silloin, kun saman liikkeeseenlaskijan arvopapereita on hankittu tai luovutettu lyhyessä ajassa huomattava määrä. Huomattavana määränä on normaalisti pidettävä määrää, joka ylittää 5 % sijoitusyhtiön omistamien arvopaperien arvosta ennen muutosta. Velvollisuuden on katsottu vastaavan esimerkiksi teollisuutta, kauppaa tai vakuutustoimintaa harjoittavan yhtiön velvollisuutta julkistaa merkittävän liiketoiminnan myynti tai osto.[475]

Toiseksi arviointikohdaksi yrityskauppojen osalta muodostuu ajankohta, jolloin tiedon voidaan katsoa *kehittyneen olennaisuuden asteelle*. Tämä tarkoittaa lähinnä sitä hetkeä, jolloin tieto on ikään kuin kasvanut olennaisuuden mittoihin.

> Helsingin käräjäoikeus katsoi antamassaan ratkaisussa[476] tiedon olennaisuusedellytyksen käsitellyn yrityskaupan osalta täyttyneen. Käräjäoikeus totesi yrityskaupan olleen sisäpiirintietoa ottaen huomioon yrityskaupan varman toteutumisen, suuruusluokan, tulevan myyntivoiton suuruuden ja markkinoiden kiinnostuksen yrityskauppoja kohtaan[477].
>
> Käräjäoikeuden ratkaisussa on yrityskaupan osalta selkeästi arvioitu olennaisuutta sekä kaupan koon että tiedon kehitysasteen perusteella. Kaupan koon osalta olennaisuutta on perusteltu suuruusluokalla (yhtiön historian suurin yritysmyynti) ja tulevan myyntivoiton suuruudella (200 mmk). Tiedon kehitysasteen osalta on puhuttu kaupan varmasta toteutumisesta sekä siitä, että yrityskauppa on ollut käytännöllisesti katsoen varma silloin, kun ostotoimeksianto on annettu. Markkinoiden kiinnostus yrityskauppoja kohtaan ei varsinaisesti kerro mitään yksittäisen kaupan olennaisesta vaikutuksesta kaupan osapuoliin, vaan lähinnä siitä, että yrityskaupat ovat yleiseltä luonteeltaan tärkeä kiinnostuksen kohde arvopaperimarkkinoilla.

---

[474] Ks. Koskinen: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus, s. 103–110 ja 113. Tilinpäätöksessä olennaisen virheen vertailukohdat voivat olla liikevaihto, liikevoitto tai taseen loppusumma. Esimerkiksi virheiden yhteismäärä, joka ylittää 10 % yhtiön tilikauden voitosta ennen satunnaisia eriä, varauksia ja veroja, on todennäköisesti olennaista. Samoin olennaista on yli 10 %:n virheet taseen sekä tuloslaskelman rakenteeseen liittyen.

[475] Rata 204.2, s. 5.

[476] Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000).

[477] Professori Teppo Martikainen kuultu asiantuntijatodistajana. Martikainen totesi markkinoiden seuraavan yrityskauppoja koskevia tietoja, ja että yrityskauppoja koskevat tiedot ovat myös myyvän yhtiön kannalta lain tarkoittamia arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia tekijöitä. Ks. myös. Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon.

Tiedon kehitysasteen osalta paremman kuvan saa Helsingin käräjäoikeuden aiemmin antamasta ratkaisusta,[478] joka liittyi pelkästään yrityskauppaan. Käräjäoikeus totesi, ettei markkinoilla toimivilla osakkeenostajilla ollut kyseisestä *hyvin mittavasta yrityskaupasta* yhtäläisiä tietoja. Kyseessä olevalla henkilöllä itsellään oli tieto ostosuunnitelmasta yksityiskohtineen ja siitä, että yhtiön mahdollisuudet yrityskaupan toteuttamiseen olivat ennen hänen osakkeiden ostopäätöstään selvästi parantuneet alkuasetelmasta. Oikeuden mukaan osakemarkkinoiden kuva kyseisen yrityskaupan todennäköisyydestä oli osaksi henkilön tietoihin verrattuna puutteellinen. Oikeus on katsonut yrityskaupan olleen *melko alkuvaiheessa* osakkeiden ostohetkellä ja sen toteutumisen olleen tuolloin vielä *epätodennäköistä*. Siitä huolimatta oikeus on pitänyt tietoa jo sellaisena, että se olisi mahdollisesti vaikuttanut osakkeen arvoon, jos kaikki henkilöllä ostotilanteessa ollut tieto olisi julkaistu. Oikeuden mukaan sillä ei ole ollut vaikutusta moitittavuuteen, mitä osakkeen kurssikehitykselle on tosiasiallisesti myöhemmin tapahtunut.

Käytännössä on erittäin vaikea arvioida, milloin arvopaperimarkkinoita tunteva järkevä henkilö katsoisi tiedon kehittyneen olennaisuuden asteelle. Olennaisuuden arvioinnissa keskitytään siis *tiedon kehitysasteen* määrittämiseen eikä sen vaikutuksen todennäköisyyteen. Vaikka sisäpiirintiedon vaikutuksen todennäköisyydellä arvopaperin arvonmuodostuksen kannalta ei sinänsä ole merkitystä, on käräjäoikeuden ratkaisuista luettavissa, että itse yrityskaupan toteutumisen todennäköisyydellä on merkitystä. Keskeinen kriteeri arvioitaessa tiedon kehittymistä olennaisuuden asteelle on nimenomaan kaupan toteutumisen todennäköisyys. Mitä todennäköisemmin kauppa toteutuu, sitä olennaisempaa tieto on arvopaperin arvon kannalta. Kaupan toteutumisen ei kuitenkaan tarvitse olla varmaa. Ollakseen sisäpiirintietoa tiedon pitää liittyä johonkin tapahtumaan, jolla on todelliset mahdollisuudet toteutua, vaikkakin voi olla sellaisia tähän tulevaan tapahtumaan liittyviä olosuhteita, että sen toteutuminen ei ole varmaa.[479]

---

[478] Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999).

[479] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1495. Riittävän todennäköisesti toteutuva suunnitelma tietystä toimenpiteestä on sisäpiirintietoa.

Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 23. Käräjäoikeus katsoi tiedon tulevasta arvopaperien ostotoimeksiannosta kypsyneen riittävän todennäköisyyden tasolle.

Ks. Hgin KäO R 00/12747 (28.1.2002), s. 11 ja 14. Käräjäoikeuden tuomiossa todettiin osakkeiden myyntisuunnitelman ja siihen liittyvän panttijärjestelyn olevan iso asia, jonka toteutuminen oli epävarmaa. Tiedon epävarmuudesta huolimatta oikeus piti sitä sisäpiirintietona. Ks. myös edellä käsitellyt Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000); Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999); Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 6.

Ks. SOU 1989:72 s. 181. Merkityksellistä on tiedon julkistamisen todennäköisyys.

Ks. myös BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc. s. 17 ja 36. Sisäpiirintiedolta ei vaadita niin suurta konkreettisuutta taikka tapahtuman toteutumisen varmuutta kuin tiedon julkistamisvelvollisuuden ollessa kyseessä. Lähinnä sisäpiirintiedolta edellytetään sitä, että on olemassa kohtuullinen varmuus että erityistä hyötyä voidaan saada käyttämällä tietoa hyväksi.

Vrt. Syyttämättäjättämispäätös nro 99/31, jossa syyttäjä on perustellut päätöstään muun muassa toteamalla tiedon olleen kyseisessä vaiheessa vielä epävarmaa, ja ettei alustavaa tietoa kauppaneuvotteluista voida pitää erittäin oleellisena.

> Helsingin käräjäoikeus totesi eräässä ratkaisussaan[480] yhteisyritystä koskevan hankkeen olleen edennyt niin pitkälle, että se oli niin yksilöity ja toteutumiseltaan hyvin todennäköinen ja toisaalta riittävän merkittävä, että sen on voinut objektiivisesti arvioiden olettaa olennaisesti vaikuttavan osakkeen arvoon ja hintaan.

Niin kuin myös edellä selostetuista käräjäoikeuden ratkaisuista ilmenee, tiedon olennaisuus on ainakin yrityskaupoissa sidoksissa kaupan suuruusluokan lisäksi myös tiedon kehitysasteeseen.[481] Näiden kahden kriteerin ero on siinä, että tehtäessä kokonaisarviota tiedon olennaisuudesta kaupan tulee aina olla riittävän kokoinen, mutta tiedon kehitysasteen osalta arvio on joustava. Tämä tarkoittaa yksinkertaisesti sitä, että mitä suurempi yrityskauppa on valmisteilla, sitä aikaisemmassa vaiheessa se on olennaista tietoa arvopaperimarkkinoita tuntevan järkevän henkilön näkökulmasta.[482] Vastaavasti, jos yrityskauppa ei kokonsa puolesta ole riittävän suuri, ei sen toteutumisen todennäköisyydellä ole mitään merkitystä.

> Mitä suuremmasta yrityskaupasta suhteessa mukana oleviin yrityksiin on kyse, sitä todennäköisemmin yrityksen arvo teorian mukaan muuttuu. Samoin, jos kauppa muuttaa yrityksen aikaisempaa riskiprofiilia, on sen merkitys arvonmuodostuksen kannalta todennäköinen. Niin ikään, jos kaupasta on odotettavissa synergiaetuja, on hintareaktio todennäköinen, ja mitä yllättävämpi yrityskauppa markkinoiden näkökulmasta, sitä varmempi hintareaktio on odotettavissa.[483]

Käräjäoikeus on tuomiossaan[484] katsonut henkilön olleen osakkeiden ostohetkellä tietoinen siitä, että yhtiön mahdollisuudet yrityskaupan toteuttamiseen olivat selvästi parantuneet alkuasetelmasta. Perustelusta voi saada sen kuvan, ettei tuomioistuin ehkä olisi pitänyt missään aikaisemmassa vaiheessa tapahtunutta osakkeiden hankintaa sisäpiirintiedon väärinkäyttämisenä. Jos tällaista ajatusta pidettäisiin oikeana, aiheuttaisi se tiettyjä ongelmia arvopaperimarkkinoiden luottamuksen suhteen.

---

[480] Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 20.

[481] Ks. myös Basic Inc v Levinson, 485 U.S. 224 (1988), jossa USA:n korkein oikeus totesi olennaisuudesta (materiality) fuusiotilanteessa: "Materiality in the merger context depends on the probability that the transaction will be consummated, and its significance to the issuer of the securities. Thus, materiality depends on the facts and is to be determined on a case-by-case basis."

[482] Ks. Besorai: The Insider and Tentative Information, s. 262–263. Mitä suuremmat voiton mahdollisuudet, sitä vähemmän toteutumisen todennäköisyyttä edellytetään, kun tieto on jo omiaan vaikuttamaan sijoittajan päätökseen.

[483] Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 16–17.

[484] Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999).

Sisäpiirikaupankäyntiä on sitä vaikeampi havaita, mitä aikaisemmassa vaiheessa se tehdään, koska se ei välttämättä edes aiheuta mitään muutoksia kursseissa.[485] Sisäpiiriläiselle olisi siten kaikkein edullisinta reagoida mahdollisimman nopeasti saamaansa luottamukselliseen tietoon eli toimia välittömästi tämän tiedon perusteella, ennen kuin sitä kiistatta ryhdytään pitämään sisäpiirintietona ja sen hyödyntäminen tulee kielletyksi.[486] Kysymys on siitä, sallitaanko tekijän ottaa itselleen tällä tavalla optio tulevaisuuteen. Tällaisessa optiossa on, kyseisen tiedon osalta, vain voiton mahdollisuus eikä lainkaan tappion. Yrityskaupan toteutuessa voiton mahdollisuudet olisivat kaupan merkityksestä riippuen suuremmat tai pienemmät. Jos yrityskauppa ei toteudu, sitä ei silloin myöskään julkisteta eikä tämä epäonnistuminen koskaan pääse vaikuttamaan negatiivisesti osakkeen arvoon tai hintaan.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon tarkoituksena on suojella luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan toimintaan ja antaa kaikille sijoittajille tasapuoliset mahdollisuudet tiedon käyttöön. Puolueettomuus ja tasapuolisuus edellyttäisivät sitä, ettei tiedon sisäpiiriluonnetta arvioitaisi tarpeettoman varovasti. Tiedon luonteen arvioinnissa ei ole vielä kysymys syyllisyyden määrittämisestä, joten minkäänlaista tarvetta syytetyn eduksi tehtävälle tulkinnalle ei tässä vaiheessa ole[487]. Edellä mainitun kaltaisissa tapauksissa tietoa olisikin lähtökohtaisesti pidettävä sisäpiirintietona heti, kun kysymys riittävän kokoluokan yrityskaupasta tulee ensimmäisen kerran esille oikeushenkilön hallituksessa tai jonkun muun päätöksentekoon oikeutetun tietoon, kun oikeushenkilön edustajat sopivat vastapuolen edustajien kanssa yrityskauppaa koskevien keskustelujen aloittamisesta taikka kun oikeushenkilö itse aloittaa tutkimukset koskien tietyn yrityskaupan ehtoja tai suunnitelmaa kaupan toteuttamiseksi.

Yrityskaupan ei tarvitse olla merkitykseltään olennainen kaupan molemmille osapuolille. Yrityskauppojen osalta tehdyt tutkimukset osoittavat, että ostettavien yritysten hinnat nousevat yleensä merkittävästi yrityskauppojen yhteydessä. Ostavan yrityksen osalta tilanne ei ole yhtä selvä, vaan tyypillisesti ostavan yrityksen kurssi nousee selvästi vähemmän kuin ostettavan.[488] Jos kauppa on olennainen sellaiselle osapuolelle, joka on julkisesti noteerattu, ei

---

[485] Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 191; Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 133.

[486] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 174. Käytännössä ongelmallista on ollut arvioida sitä, milloin niin sanotun alustavan tiedon hyväksikäyttö on katsottava sisäpiirintiedon väärinkäytöksi.

[487] Ks. Lahti: Perusoikeusuudistus ja rikosoikeus, s. 935, jonka mukaan laillisuusperiaatteen kasvaneesta merkityksestä huolimatta rikosoikeudessamme ei ole voimassa yleistä (vahvaa) tulkintaperiaatetta, jonka mukaan rikosoikeudellisia säännöksiä olisi tulkittava supistavasti, syytetylle edullisella tavalla.

[488] Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 16–17.

kumpikaan osapuoli tai kukaan asiasta tietoinen voi käyttää tietoja hyväkseen käymällä kauppaa kyseisen yhtiön arvopapereilla. Toisaalta sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon estämättä voi käydä kauppaa sellaisilla arvopapereilla, joita ei ole noteerattu tai joiden osalta kyseinen tieto ei ole olennainen.

4.4.2 Julkiset ostotarjoukset

Tulevaan tai valmisteltavana olevaan julkiseen ostotarjoukseen liittyvän julkistamattoman tiedon käyttö lienee kaikkein klassisin esimerkki sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.[489] Sisäpiirintieto tulevasta osto- tai lunastustarjouksesta on usein parasta sisäpiirintietoa, mitä voi käyttöönsä saada, sillä silloin on monesti etukäteen tiedossa se hinta, joka arvopaperista tullaan maksamaan, jos tarjous toteutuu. Muissa sisäpiirintietoon liittyvissä tapauksissa on yleensä epävarmempaa, kuinka paljon kyseinen tieto mahdollisesti tulee vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Sisäpiirintietona voidaan periaatteessa pitää myös pelkkää tietoa tulevasta ostotarjouksesta, vaikka lopullista tarjoushintaa ei olisikaan vielä selvillä, koska yleisesti on kuitenkin tiedossa se, että julkinen ostotarjous tehdään lähes poikkeuksetta edeltävää pörssikurssia korkeampaa korvausta vastaan[490]. Sisäpiirintietona voidaan pitää myös tietoa tilanteesta, jossa tiedetään ostotarjouksen kohdistuvan kahdesta vaihtoehdosta toiseen, vaikka lopullista päätöstä ei ole siitä kummasta tarjous tehdään. Tällaisessa tapauksessa sijoittaja voisi käyttää tietoa hyväkseen ostamalla varmuuden vuoksi molempien kohdeyhtiöiden arvopapereita.[491]

Mahdollisen ostotarjouksen tekijä pyrkii usein hankkimaan kohdeyhtiön osakkeita sen verran, että sillä on suunnilleen yhtä paljon niitä kuin sen hetken suurimmilla osakkeenomistajilla.[492] Yleensä tätä toimintaa ei sääntele mikään muu kuin liputussäännös, joka edellyttää osakkeenomistajan julkistamaan

---

[489] Ks. Hannigan, s. 19. Hanniganin mukaan Lontoon pörssissä 80 %:ssa sisäpiiritapauksia kaupat tehtiin välittömästi ennen tai samanaikaisesti ostotarjouksen kanssa.

Ks. Newkirk-Robertson: Insider Trading – A U.S. Perspective, s. 5, joiden mukaan ostotarjouksissa sisäpiirikaupankäynti on erityisen houkuttelevaa ja erittäin häiritsevää.

Ks. myös Meulbroek: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, s. 1689–1691, jonka mukaan usein väitetään kohdeyhtiön osakkeen hinnan nousun ennen ostotarjouksen julkistamista olevan osoitus laajalle levinneestä sisäpiirikaupasta. Meulbroekin tutkima otos viittaisi sisäpiirikaupan olevan tärkeä myötävaikuttaja ostotarjouksen julkistamista edeltävälle arvopaperin hinnan nousulle.

[490] Ks. Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 80; Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 333, alaviite 4; Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 87, jonka mukaan julkisten tarjousten lähes takuuvarmasti tuoma voitto on voimakas yllyke sisäpiirikauppoihin. Ruotsissa sisäpiiritutkimukset liittyivät 1990-luvulla 23.7 % tapauksista julkisiin tarjouksiin.

[491] CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 20.

[492] Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 80.

omistuksensa aina tiettyjen rajojen rikkouduttua[493]. Säännös estää vihamielistä yritysvaltaajaa saamasta yhtiötä salassa haltuunsa. Liputussäännös ei kuitenkaan vaadi kertomaan markkinoille tulevista aikeista tehdä mahdollinen ostotarjous.[494]

Tarjouksen tekijän näkökulmasta yksi yleisimmistä kysymyksistä on ollut, koskeeko sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto tarjouksen tekijää itseään, eli voiko tarjouksen tekijä hankkia ostettavaksi aiotun kohteen osakkeita markkinoilta enää sen jälkeen, kun se on ryhtynyt valmistelemaan ostotarjousta, mutta ennen varsinaisen tarjouksen julkistamista. Itsestään selväähän on, että tarjouksen tekijällä on sisäpiirintietoa tulevasta tarjouksesta, koska kyseessä on tekijän oman toiminnan aiheuttama sisäpiirintieto. Jos kerran yhtiöille ei ole sallittua käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen omien osakkeiden ostoissa, niin miksi pitäisi sallia yhtiön käyttää hyväkseen tietoa tulevasta, joskin omasta ostotarjouksesta.

Itse tarjouksen tekeminen ei ole ongelma. Sisäpiiridirektiivin johdanto-osassa todetaan, että "arvopaperien hankinnan tai luovutuksen välttämättä edellyttäessä tällaiseen toimeen ryhtyvältä etukäteen tehtyä hankinta- tai luovutuspäätöstä, kyseisen hankinnan tai luovutuksen toteuttaminen ei sinänsä ole sisäpiirintiedon käyttämistä". Jos johdanto-osuuden tarkoitus on ollut kattaa myös ennen ostotarjousta tehdyt hankinnat markkinoilta, ei muotoilu ole osunut aivan kohdalleen. Lause käsittää hyvin sellaiset tapaukset, joissa sijoitusyhtiö tekee päätöksen hankkia lisää jonkun noteeratun yhtiön osakkeita ja sitten toimii sen päätöksen mukaisesti, mutta ostotarjouksen julkistamista edeltävät kaupat eivät ole sama asia.

Tarjouksen tekijällä itsellään ei ole yleensä katsottu olevan mitään estettä hankkia ostotarjouksen kohteena olevan yhtiön osakkeita markkinoilta ennen varsinaisen tarjouksen julkistamista riippumatta siitä, onko tarjouksen tekijä luonnollinen vai oikeushenkilö. Tätä on perusteltu joskus sillä, että ei voi olla olemassa mitään etukäteistä ja luottamuksellista tietoa omasta tulevasta toiminnasta.[495] Tällainen päättely rikkoo kuitenkin markkinoiden tasavertaisen kohte-

---

[493] Suomessa liputusta sääntelevät AML 2:9 ja 2:10. Edellinen koskee osakkeenomistajaa ja jälkimmäinen liikkeeseenlaskijaa. Ensimmäinen liputusraja on kahdeskymmenesosa eli 5 %. Ks. myös K/43/2002/PMO.

[494] AML 6:2 edellyttää päätöksen julkisesta ostotarjouksesta julkistettavaksi välittömästi ja annettavaksi tiedoksi kohdeyhtiölle. AML 6:6 velvoittaa osakkeenomistajan tarjoutumaan lunastamaan loputkin yhtiön liikkeeseen laskemista osakkeista ja niihin osakeyhtiölain mukaan oikeuttavista arvopapereista, kun osakkeenomistajan osuus on kasvanut yli kahden kolmasosan yhtiön osakkeiden äänimäärästä. Ks. myös Rata K/44/2002/PMO (muun muassa julkinen ostotarjous).

Vrt. Securities Exchange Act of 1934, Section 13(d)(1)(C) ja Schedule 13D (SEC). Yhdysvalloissa liputussäännökset edellyttävät osakkeenomistajan kertovan myös aikomuksistaan tulevaisuudessa, eli onko hänellä esimerkiksi aikomus hankkia määräävä asema yhtiössä.

[495] Ks. FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.30E ja FSA: Market Abuse CP 10, part 1 s. 22. Henkilöä ei tulisi kieltää hankkimasta kohdeyhtiön osakkeita ennen ostotarjousta vain siksi, että hän tiesi tulevansa itse tekemään ostotarjouksen ja että kyseinen tieto ostotarjouksesta on sisäpiirintietoa.

lun periaatetta[496]. Yhdysvalloissa on toisinaan katsottu, ettei tämäntyyppisissä tarjouksen tekijän suorittamissa ostotarjousta edeltävissä hankinnoissa rikota luottamuksellista suhdetta (fiduciary duty) tai anasteta (misappropriate) mitään tiedon omistajalta. Sisäpiirikaupan kiellon tarkoitus ei kuitenkaan ole turvata omistajan oikeuksia vaan suojata luottamusta markkinoiden puolueettomaan toimintaan.[497] Usein asia onkin ratkaistu yksinkertaisesti tekemällä lakiin poikkeus, joka koskee vain tarjouksen tekijää[498].

Rikoslain sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä tulkittaessa näyttää kyseessä olevan ainakin ulkoisesti tilanne, jossa ostotarjouksen tekijällä on julkistamatonta ja olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa hallussaan ja hän saa siitä taloudellista hyötyä, kun hän ostaa osakkeita markkinoilta ennen tarjouksen julkistamista.

Kaupankäynnin sallimista tarjouksen tekijälle voidaan puoltaa ottamalla huomioon samoja seikkoja kuin jonkin liiketoiminnan osaa koskevassa kaupassa. Tällöin tavoite ei ole samanlainen kuin arvopaperikaupassa yleensä, vaan ostotarjouksen tekijä tavoittelee ennen kaikkea vaikutusvaltaa yhtiön liiketoimintaan eikä hanki osakkeita vain sijoitusmielessä. Vastaavasti liiketoiminnan laajentamista tai järjestämistä koskevassa kaupassa ei tavoitella välittömästi arvopaperiin sidottua tuottoa, vaan hyötyä odotetaan lähinnä liiketoiminnan uudesta järjestelystä.[499]

Kyse on hyväksyttävissä olevasta toiminnasta silloin, kun ostotarjouksen tekijä pyrkii vilpittömin mielin vain helpottamaan lopullisen ostotarjouksensa

---

[496] Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 79 – 80.
Ks. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 21–31, jonka mukaan RL 51:1:n sisäpiirisäännöksen lähtökohta on tasapainomalli, jossa sääntely perustuu kvalifioidun tiedon asymmetriaan. Tiedon tasapaino on markkinoiden tavoitetila. Jos tätä tasapainomallia noudatetaan johdonmukaisesti, tarjoaja ei saa käyttää tietoa hyväksi missään vaiheessa.

[497] Davies: The Take-over Bidder Exemption etc., s. 251.
Vrt. Yhdysvallat. U.S. v. O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997), jossa USA:n korkein oikeus päätöksessään katsoi yhtiön luottamuksellisen tiedon olevan omaisuutta, johon yhtiöllä on yksinoikeus. Ks. enemmän luku II 2.3.

[498] Ruotsin sisäpiiririkoslain (SFS 2000:1086) 8 § kohta 4. Säännöksen mukaan kohdeyhtiön osakkeita voidaan hankkia oikeushenkilön puolesta tilanteessa, jossa oikeushenkilö aikoo tehdä julkisen ostotarjouksen kohdeyhtiöstä.
Yhdysvalloissa poikkeus löytyy SEC:n Rule, 17 CFR § 240, 14e-3(c). SEC:n ottaessa käyttöön kyseisen poikkeuksen se totesi, että se tulee edelleen olemaan kiinnostunut tarjouksen tekijöiden ostotarjousta edeltävistä hankinnoista ja miettivänsä vielä koko poikkeussäännöksen järkevyyttä. Ks. asiasta Yhdistyneen kuningaskunnan osalta Davies: The Take-over Bidder Exemption etc., s. 244 ss; Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 81. Ja uudempi lainsäädäntö Yhdistyneessä kuningaskunnassa Dine: European Foundations, s. 11; White: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993, s. 65.
Ks. myös Schedule 1 of the Criminal Justice Act (1993), jonka mukaan omistuksen lisääminen ennen ostotarjouksen tekemistä on mahdollista, jos nämä ennakko-ostot tehdään tietyn hankinnan helpottamiseksi ja niiden voidaan katsoa olleen hyväksyttävissä.

[499] HE 254/1998 vp, s. 22. Hallituksen esityksessä tällaisiin rakennemuutoksiin tähtäävien toimien ei ole katsottu vaarantavan luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen.

toteutumista hankkimalla jo etukäteen riittävän osuuden kohdeyhtiön osakkeista. Jos toiminnan tarkoituksena ei ole erikseen saada taloudellista hyötyä kurssimuutoksista käyttämällä hyväksi tietoa omasta ostotarjouksesta, vaan ennakko-ostot tähtäävät ainoastaan lopullisen ostotarjouksen toteuttamiseen, voidaan sisäpiirintiedon hyväksikäytön ja hyötymistarkoituksen katsoa puuttuvan tunnusmerkistöstä.[500] Kaupankäynti näissä tilanteissa perustuu lähinnä itse päätökseen tietyn osakemäärän hankkimisesta eikä varsinaisesti julkistettavaan ostotarjoukseen[501].

Oikeushenkilö tai sen puolesta toimivat luonnolliset henkilöt voivat hankkia kohdeyhtiön osakkeita oikeushenkilön lukuun ennen tarjouksen julkistamista. Oikeushenkilön palveluksessa olevat, tarjouksesta tietoiset, luonnolliset henkilöt eivät kuitenkaan voi hankkia kohdeyhtiön osakkeita omaan lukuunsa. Kyse on siitä roolista, jossa luonnollinen henkilö toimii hankkiessaan kohdeyhtiön osakkeita ennen ostotarjouksen julkistamista. Jos hän on itse henkilökohtaisesti tarjouksen tekijä tai jos hän toimii oikeushenkilön lukuun oikeushenkilön ollessa tarjouksen tekijä, ei asiassa ole mitään ongelmaa. Jos hän taas toimii omaan lukuunsa oikeushenkilön ollessa tarjouksen tekijä, on kyse henkilökohtaisen taloudellisen hyödyn tavoittelusta käyttämällä hyväksi sisäpiirintietoa eli sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.[502]

Hallituksen esityksessä todetaan, että säännöksen soveltamisessa on muutoinkin sen perustelujen ohella otettava huomioon arvopaperimarkkinalaissa sekä sitä koskevien hallituksen esitysten perusteluissa esitetyt näkökohdat luottamuksellisen yritystiedon kielletyn hyväksikäytön haitallisuudesta ja tarpeesta ehkäistä tällaista menettelyä. Itsenäisen rikossäännöksen muodosta huolimatta sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tarkoituksena on tukea arvopaperimarkkinoiden toiminnalle arvopaperimarkkinalaissa asetettuja tavoitteita.[503]

Aiemmin arvopaperimarkkinalaissa olleen sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskeneen säännöksen hallituksen esityksen perusteluissa sanottiin, ettei sisäpiirintietoa ole luonnollisen henkilön julkistamaton tieto omasta päätöksestään, kuten ostotarjouksen tekijälle tieto julkisesta ostotarjouksesta ennen siitä päättämistä tai julkistamista. Luonnollinen henkilö, joka toteuttaa päätöstä sen tehneen yhteisön lukuun, ei saa omaksi tai toisen hyväksi käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa eikä luovuttaa sitä sivullisille.[504]

---

[500] Ks. FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.30E ja FSA: Draft Code of Market Conduct CP 76, liite A s. 14.

[501] Samoin Annola: Sisäpiirin rajat, s. 32.

[502] Ks. FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.28C. Toiminta ei ole markkinoiden väärinkäyttöä (Market Abuse), jos ennen ostotarjousta tapahtuneet ostot on tehnyt tarjouksen tai potentiaalisen tarjouksen tekijä ja ennakko-ostot kohdeyhtiön osakkeella on tehty vain tarjouksen tekijän lukuun lopullisen ostotarjouksen toteuttamista varten. Ks. myös FSA: Draft Code of Market Conduct CP 76, liite A s. 13–14; FSA: Market Abuse CP 10, part 2 s. 13.

[503] HE 254/1998 vp, s. 20.

[504] HE 318/1992 vp, s. 35.

Hyötymistarkoituksen voitaisiin mahdollisesti katsoa puuttuvan myös esimerkiksi sellaisessa tilanteessa, jossa kohdeyhtiön pääomistaja on etukäteen saanut vihiä jonkun toisen aikomuksesta tehdä ostotarjous ja hän tämän tiedon johdosta hankkii oman yhtiönsä osakkeita ennen mainitun ostotarjouksen julkistamista tarkoituksenaan torjua kyseisen ostajan mahdollinen valtausyritys tai muu vaikutusvallan lisääminen kohdeyhtiössä. Vaikka tällöin kyse olisikin sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä, ei se tapahdu tarkoituksessa hankkia taloudellista hyötyä vaan tarkoituksessa turvata liiketoiminta (vihamielistä) valtaajaa vastaan. Ei liene erityisiä syitä kieltää kaupankäyntiä valtauskohteena olevalta ja siten rajoittaa tämän mahdollisuuksia puolustautua valtaajaa vastaan, kunhan tietoa ostotarjouksesta ei muuten käytetä hyväksi arvopaperikaupassa, vaikkapa luovuttamalla hankitut osakkeet myöhemmin paremmasta hinnasta tarjouksen tekijälle. Tilanne olisi kuitenkin selkeämpi, jos asiasta olisi erikseen säädetty laissa tai tällaisesta mahdollisuudesta olisi mainittu esimerkiksi lain esitöissä.[505]

Ei ole aina selvää, onko julkistamaton tieto ostotarjouksesta sisäpiirintietoa tarjouksen molempien osapuolina olevien yhtiöiden arvopaperien arvon kannalta vai ainoastaan ostettavan yhtiön kannalta. Tieto voi olla olennaista myös tarjouksen tehneen yhtiön arvopaperin arvon kannalta, mutta asia on arvioitava tapauskohtaisesti.[506] Kumpikaan osapuoli ei kuitenkaan saa hyödyntää tietoa ostotarjouksesta muussa kaupankäynnissään riippumatta siitä, kumman yhtiön arvopaperin arvon kannalta tieto on katsottava sisäpiirintiedoksi.

Sisäpiirisäännöstä sovelletaan aivan normaalisti niin sanotuissa management buy-out (MBO) -tapauksissa eli tilanteissa, joissa yhtiön johto on itse tekemässä julkista ostotarjousta johtamastaan yrityksestä. Johto ei siis saa käyttää hyväkseen parempia tietoja kuin muilla sijoittajilla on. Jos yhtiössä on jotain

---

[505] Ks. Rider-Nakajima: A Comparative Analysis etc., s. 194. Yhtenä poikkeuksena sisäpiirikaupan kiellosta on Japanissa yhtiön johtajille sallittu ostaa oman yhtiönsä osakkeita puolustautumistarkoituksessa, jos yhtiö on joutunut ostotarjouksen kohteeksi. Lisäedellytyksenä on yhtiön hallituksen lupa.

Vrt. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 31 alaviite 29, jossa hän toteaa asian olevan selvä kohdeyhtiön kannalta. Poikkeusedellytyksiä sisäpiirinkiellosta ei ole.

Ks. myös Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 302, jonka mukaan kohdeyhtiön hallituksen jäsenillä ei ainakaan ole yleistä velvollisuutta menetellä puolueettomasti yritysvaltaustilanteessa.

[506] Ks. Martikainen: Julkistamattoman seikan olennaisesta vaikutuksesta arvopaperin arvoon, s. 16–17. Ostotarjousten osalta voidaan viitata yrityskauppojen osalta tehtyihin tutkimuksiin, jotka osoittavat, että ostettavien yritysten hinnat nousevat yleensä merkittävästi yrityskauppojen yhteydessä. Ostavan yrityksen osalta tilanne ei ole yhtä selvä, vaan tyypillisesti ostavan yrityksen kurssi nousee selvästi vähemmän kuin ostettavan.

Ks. Sillanpää: Julkisesta ostotarjouksesta, s. 84, jonka mukaan kohdeyhtiön osakkeen hinta nousee keskimäärin 30–50 %. Yleensä myös tarjouksen tekijäyhtiön osakkeet kokevat hieman arvonnousua.

Ks. myös HE 157/88 vp, s. 45–46, jossa todetaan tiedon julkisesta ostotarjouksesta voivan olla säännöksessä tarkoitettua sisäpiirintietoa sekä tarjouksen esittäjäyhtiön että sen kohteen kannalta.

olennaista tietoa, jota ei ole vielä julkistettu, on tarjouksen tekijöiden AML 6:3:n perusteella julkistettava tarjousasiakirjassa kaikki olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi. Siten myös sisäpiirintieto olisi julkistettava tarjousasiakirjassa. Ostotarjousten osalta ei ole erikseen säädetty siitä, miten tulee toimia, jos tarjouksen tekijöiden tietoon tulee kesken ostotarjouksen voimassaolon jotain uutta ja olennaista tietoa. Esimerkiksi arvopaperien myyntitarjousten osalta esitettä on täydennettävä. Myyntitarjousta koskevaa AML 2:3:n 6 momenttia voisi kuitenkin tulkita analogisesti siten, että olennainen uusi tieto olisi julkistettava tarjouksen aikana ja tarjousasiakirjaa olisi täydennettävä.

Yhtiö ei kuitenkaan ole velvollinen julkistamaan mitään sisäpiirintietoa vain sen johdosta, että yhtiön johto haluaa juuri sillä hetkellä tehdä tarjouksensa. Ellei yhtiö voi julkistaa kyseisiä tietoja eikä AML 2:7 edellytä tiedon julkistamista, on johdon vain odotettava parempaa ajankohtaa eli hetkeä, jolloin tarjous voidaan tehdä käyttämättä sisäpiirintietoa hyväksi. Johdon on tällaisessa tilanteessa toimittava edelleen yhtiön edun mukaisesti eikä se saa vaarantaa yhtiön intressejä julkistamalla sisäpiirintiedot ennenaikaisesti itsekkäistä syistä[507]. Käytännössä MBO saattaa olla helpompi toteuttaa pörssin ulkopuolella, jolloin yhtiön johdolla oleva sisäpiirintieto voidaan saattaa myyjien tietoon. Tällöin tavoitteena ei kuitenkaan ole julkisen ostotarjouksen tavoin kaikkien osakkeiden saaminen vaan ainoastaan määräysvaltaan oikeuttavan enemmistöosakkuuden.

Johtoa sen arviointiin, missä vaiheessa julkisen ostotarjouksen suunnittelu on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voidaan hakea Ruotsin aiemmasta sisäpiirilaista[508]. Sen 5 §:n 1 kohdan mukaan seikka, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, voi olla *sellainen toimenpide*, joka on tarkoitettu ja omiaan johtamaan oikeushenkilön tekemään julkiseen ostotarjoukseen. Sellaiseen toimenpiteeseen ryhtymisenä pidetään lain 6 §:n mukaan aina sitä, kun:[509]

1) kysymys julkisesta tarjouksesta tulee esille oikeushenkilön hallituksessa tai jonkun päätösvaltaisen henkilön käsiteltäväksi;
2) oikeushenkilön edustajat pääsevät sopimukseen kohdeyhtiön edustajien kanssa julkista tarjousta koskevan keskustelun aloittamisesta; tai
3) oikeushenkilö on aloittanut tutkimukset tai saanut aikaan tutkimusten aloittamisen koskien julkisen tarjouksen kaupallisia ehtoja tai suunnitelmaa tarjouksen täytäntöönpanosta.

---

[507] Ks. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 320. Jos sisäpiirintiedon julkistaminen on yhtiön edun vastaista, julkistaminen saattaa johtaa johdon velvollisuuteen korvata yhtiölle aiheuttamansa vahinko.

[508] Ruotsin Insiderlag 1990:1342 (kumottu 31.12.2000).

[509] Ks. myös Afrell-Klahr-Samuelsson: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 292–294.

> Ruotsin uuteen sisäpiiririkoslakiin ei ole enää kirjattu kyseistä säännöstä olennaisuudesta ja ostotarjousten suunnittelun alkamisajankohdasta. Uuden lain vaikeneminen ei tarkoita sitä, etteikö tästä säännöksestä ilmenevä näkökanta olisi edelleen voimassa uudenkin lain taustalla, koska sisäpiirisäännöksen sisältö on yhä sama olennaisuuden osalta. Se, ettei näitä 5 ja 6 §:n määritelmiä enää ole haluttu kirjoittaa näkyviin itse lakitekstiin, johtuu hallituksen esityksen mukaan lähinnä siitä, että tämän tyylisen lainsäädäntötekniikan haitaksi voi tulla rangaistavuuden alan vaikea arvioitavuus. Kyseiset apusäännökset voisivat vaikeuttaa lain tulkintaa sen sijaan, että ne helpottaisivat sitä. Lisäksi on olemassa selvä riski siitä, että esimerkit käsitetään tyhjentäviksi lainsoveltajien taholta. Esityksen mukaan mainituille esimerkeille voidaan toki jatkossakin antaa sisäpiiririkosten tulkintaa ohjaavaa merkitystä.[510]

Näiden kriteerien käyttö soveltunee lainsäännösten samankaltaisuuden johdosta hyvin myös Suomeen. Kriteerejä on mahdollista käyttää soveltuvin osin hyväksi julkisten ostotarjousten lisäksi esimerkiksi yrityskauppojen suunnittelun arvioinnissa, vaikka yrityskaupoissa ei olekaan samalla tavalla kyse yksipuolisista tahdonilmauksista niin kuin ostotarjouksissa.

Due Diligence arvopaperin arvon kannalta

Due diligence -käsitteellä tarkoitetaan asianmukaisen huolellisuuden noudattamista. Due diligence -tutkimuksissa on kyse siitä, että joku ulkopuolinen taho kuten ostajaehdokas käy arvioimassa yhtiön tilan ennen tarjouksen tekemistä. Sen tarkoituksena on saada oikea kuva yhtiön tilasta tarjouksen tekemistä varten. Tutkimus tapahtuu yhtiön luvalla ja avustuksella ja siinä selvitetään sekä taloudellinen tila että kaikki juridiset sopimukset ja sitoumukset. Oikeudellisten asioiden selvittämisestä käytetään usein omaa nimitystä legal due diligence.[511]

> Käsitteitä business due diligence, commercial due diligence, financial due diligence ja taloudellinen due diligence käytetään osin toistensa synonyymeina, mutta koska niiden merkitys ei ole täysin vakiintunut, ymmärretään ne välillä myös jossain määrin eri laajuisena ja sisältöisenä.[512]

---

[510] Ks. Prop.1999/2000:109, s. 58. Tukholman käräjäoikeus huomautti lausunnossaan tämäntyylisten esimerkkien helpottavan rikossäännösten soveltamista.

Ks. myös Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 104 alaviite 5, jonka mukaan esitöistä voidaan selvittää niin sanottu lainsäätäjän tarkoitus, jolla etenkin Ruotsissa on erittäin merkittävä asema laintulkinnassa.

[511] Ks. esim. Syrjänen: Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamusedellytys ja due diligence, s. 96 ss.

[512] Ks. myös Syrjänen: Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamusedellytys ja due diligence, s. 107. Erilaisia yhteyksiä, joissa due diligence-menettelyä käytetään; legal due diligence, financial due diligence, environmental due diligence, business cultural due diligence ja tax due diligence.

Koska tutkimus edellyttää yhtiön myötävaikutusta, on due diligence -tutkimuksen tekeminen mahdollista vain ystävällismielisessä tilanteessa. Vihamielisessä ostotarjouksessa ostajan on tehtävä arvionsa julkisten tietojen perusteella. Due diligence -tutkimusten osalta on usein esillä ollut kysymys siitä, pitääkö tieto ulkopuolisen tahon suorittamasta due diligence -tutkimuksesta julkistaa markkinoille. Kyse on siis siitä, onko mainittu tutkimus ja sen tekeminen itsessään olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa.

Yhtiön päätös due diligence -tutkimuksen sallimisesta ei ole sellainen päätös, joka välittömästi vaikuttaa yhtiön taloudelliseen asemaan. Vasta due diligence -tutkimuksen jälkeen tehtävä päätös varsinaisesta toimenpiteestä, kuten julkisen ostotarjouksen tekemisestä tai yrityskaupasta, saattaa olla olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa. Due diligence -tutkimus on siis nimenomaisesti osa valmistelua mahdolliselle myöhemmälle päätökselle tarjouksen tekemisestä, eikä sen toimittaminen itsessään merkitse tarjouksen tekemistä tai siitä luopumista. Päätös due diligence -tutkimuksen sallimisesta ei siis itsessään ole sisäpiirintietoa eikä sellainen asia, joka olisi julkistettava.[513]

Toinen esille noussut kysymys liittyy siihen, pitääkö due diligence -tutkimuksessa ulkopuoliselle taholle annettua julkistamatonta tietoa yhtiön liiketoiminnoista ja taloudellisesta tilasta julkistaa markkinoille, vaikka kauppa ei toteutuisikaan. Tutkimuksen aikana ostajakandidaatti saa tietoonsa kaiken sen tiedon, jota yhtiössä sillä hetkellä on, mahdollisesti myös sisäpiirintietoja valmisteltavista hankkeista, joita ei vielä ole välttämätöntä tiedottamissäännösten perusteella julkistaa.[514]

Due diligence -tutkimuksessa annettava julkistamaton tieto voi yleensä olla vain sellaista tietoa, jota ei tiedottamissäännösten perusteella tarvitse julkistaa. Se on siis julkistamatonta tietoa joko luonteensa tai kehitysasteensa puolesta. Kyseisen tiedon antaminen ulkopuoliselle taholle ei tee tiedosta automaattisesti julkistettavaa. Ostajaehdokas ei luonnollisestikaan saa käyttää due diligence -tutkimuksen aikana saamiaan tietoja hyväksi normaalissa arvopaperikaupassa. Tietoja voi hyödyntää esimerkiksi tutkimuksen jälkeen tehtävässä julkista ostotarjousta koskevassa hinnan määrittelyssä, jota varten lupa koko tutkimukseen on alun perin saatu. Silloinkin tarjouksen tekijä joutuu julkistamaan kaikki olennaiset ja riittävät tiedot tarjouksen edullisuuden arvioimiseksi tarjousasiakirjassa (AML 6:3). Yleensä tutkimuksen tekijän kanssa tehdään vielä erillinen salassapitosopimus, jossa koroste-

---

[513] Ratan lausunto 12.9.1997 (dnro 8/264/97) Julkistamisvelvollisuus due diligence -tutkimuksesta. Ratan mukaan due diligence -tutkimusta mahdollisesti edeltävä julkistettava sopimus (esim. esisopimus) voi sisältää edellytyksen due diligence -tutkimuksen tekemisestä, jolloin myös sopimuksessa mainittu tieto tehtävästä due diligence -tutkimuksesta tulee julkistaa.

[514] Ks. HE 318/1992 vp, s. 35. Yrityskaupan valmistelun yhteydessä kaupan kohteesta neuvottelukumppanille annettavat tiedot voivat olla sisäpiirintietoa.

taan tiedon luottamuksellista luonnetta ja kielletään sen käyttö muihin tarkoituksiin.[515]

Liiketoiminnan laajentamista tai järjestämistä koskevissa kaupoissa arvopaperit toimivat usein maksuvälineinä eivätkä nämä arvopaperit sijoituskohteina ole kaupan varsinainen tavoite. Sen vuoksi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä ei ole tarkoitettu ulottaa liiketoiminnan arvon määrittämiseksi tarvittavien tietojen vaihtoon tällaisten luovutusten yhteydessä. Luovutusten yhteydessä tapahtuvat arvopaperien siirrot eivät vaaranna arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, vaikka kaupan osapuolet vaihtavatkin myös sisäpiirintietoina pidettäviä tietoja ja käyttävät sitä samaa kummankin tuntemaa tietoa keskinäisessä kaupankäynnissään.[516]

> Sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohdan mukaan jäsenvaltioiden on kiellettävä kaikkia ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä, joilla on sisäpiirintietoa hallussaan, ilmaisemasta tuota sisäpiirintietoa sivullisille, jollei se tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamista. Sisäpiiridirektiivi ei siten yleensä aseta estettä sisäpiirintiedon luovuttamiselle due diligence -tutkimuksen yhteydessä. Koska Suomi ei ole kyseistä artiklaa implementoinut lainsäädäntöönsä, ei Suomessa muutenkaan ole estettä sisäpiirintietojen luovuttamiselle ulkopuolisille edellyttäen, ettei tietojen luovuttaminen kuitenkaan tapahdu neuvomistarkoituksessa suoraan tai välillisesti.[517]

4.4.3 Yhteistoiminta yrityksessä

Yhteistoiminnasta yrityksissä (1978/725) annetun lain 1 §:n mukaan sen tarkoitus on yritysten toiminnan ja työolosuhteiden kehittämiseksi sekä työnantajan

---

[515] Ratan lausunto 12.9.1997 (dnro 8/264/97) Julkistamisvelvollisuus Due Diligence -tutkimuksesta.

Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 29), jonka mukaan toisen yhtiön sisäpiirintietoihin pääsemistä ja tämän tiedon käyttämistä julkisten ostotarjousten yhteydessä määräysvallan hankkimiseksi kyseisessä yhtiössä tai sulauttamista koskevan ehdotuksen tekemiseksi ei tulisi pitää sisäpiirikauppana.

Ks. myös BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 18, jossa todetaan, ettei ole kiellettyä luovuttaa sisäpiirintietoa due diligence -tutkimuksissa, mutta sisäpiirintiedon väärinkäyttönä pidetään kaikkia niitä kauppoja, joita ei oltu alun perin suunniteltu ja jotka toteutetaan sen sisäpiirintiedon perusteella, jota due diligence -tutkimuksessa saatiin.

[516] HE 254/1998 vp, 22.

[517] Vrt. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 312–313, joka katsoo due diligence -tarkastuksessa kohdeyhtiön edustajien syyllistyvän sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, jos he sallivat due diligence -tarkastuksen pyrkimättä huolehtimaan siitä, että ostaja saa tietoonsa vain sellaista tietoa, joka ei ole sisäpiirintietoa. Jos kohdeyhtiön edustajat eivät pyri huolehtimaan tästä, syyllistyvät he välilliseen neuvomiseen. Ostaja saa kuitenkin käyttää tietoa hyväkseen hankkimalla osakkeet myyjältä markkinoiden ulkopuolella.

ja henkilöstön välisen samoin kuin henkilöstön keskinäisen yhteistoiminnan tehostamiseksi lisätä henkilöstön mahdollisuuksia vaikuttaa työtään ja työpaikkaansa koskevien asioiden käsittelyyn. Lakia sovelletaan sellaisiin yrityksiin, joissa työsuhteessa olevan henkilöstön määrä säännöllisesti on vähintään 30 (2 §). Yhteistoiminnan osapuolia ovat työnantaja ja yrityksen henkilöstö (3 §).[518]

Yhteistoimintalaki koskee pääsääntöisesti kaikkia julkisesti noteerattuja yrityksiä. Kyseisen lain nojalla käsiteltävät asiat voivat joissain tapauksissa olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tällaisia asioita löytyy erityisesti lain 6 §:stä.

Yhteistoimintalain 6 §:ssä mainitaan muun muassa seuraavat asiat:
- henkilöstön asemaan vaikuttavat olennaiset muutokset työtehtävissä;
- olennaiset kone- ja laitehankinnat niiden henkilöstövaikutusten osalta;
- yrityksen ja sen jonkin osan lopettaminen tai siirto toiselle paikkakunnalle taikka sen toiminnan olennainen laajentaminen tai supistaminen;
- liikkeen luovutuksen, jakautumisen tai sulautumisen tapahduttua siitä mahdollisesti johtuvat henkilöstön osa-aikaistamiset, lomauttamiset ja irtisanomiset sekä niihin liittyvät koulutus- ja uudelleensijoitusratkaisut;
- tuotannollisista ja taloudellisista syistä toimeenpantavat osa-aikaistamiset, lomauttamiset ja irtisanomiset sekä niihin liittyvät koulutus- ja uudelleensijoittamisratkaisut, mukaan lukien yrityksen saneerausmenettelyn yhteydessä toimeenpantavat sanotunlaiset henkilöstöjärjestelyt.

Lain 7 §:n mukaan työnantajan on ennen 6 §:ssä tarkoitetun asian ratkaisemista neuvoteltava toimenpiteen perusteista, vaikutuksista ja vaihtoehdoista niiden työntekijöiden ja toimihenkilöiden tai henkilöstön edustajien kanssa, joita asia koskee. Jos tällainen ratkaisu on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, on se julkistettava AML 2:7:n jatkuvan tiedonantovelvoitteen mukaisesti välittömästi, kun päätös on tehty. Ennen asian julkistamista se on sisäpiirintietoa.[519]

Työnantajan on tehtävä 7 a §:n mukaan kirjallinen esitys kolme päivää ennen neuvottelun alkua ja joissain tapauksissa jo viikkoa ennen. Jos neuvotteluesitys sisältää työvoiman vähentämistä koskevia toimenpiteitä, niin se tai siitä ilmenevät seikat on 7 b §:n perusteella saatettava kirjallisesti myös työvoimaviranomaisten tietoon neuvotteluiden alkaessa, ellei niitä ole jo aiemmin annettu. Näistä lakisääteisistä ennakkoon tehtävistä ilmoituksista johtuen yhteistoimintalain mukaiset asiat, joita ei julkaista, voivat johtaa sisäpiirintiedon leviämiseen varsin laajalle.

---

[518] Henkilöstön oikeudesta osallistua yritysten hallintoon on säädetty henkilöstön edustuksesta yritysten hallinnossa annetussa laissa (725/90).

[519] HE 318/1992 vp, s. 35. Yhteistoiminnasta yrityksissä annetun lain mukaisen yhteistoimintamenettelyn piiriin kuuluvat asiat, joista on neuvoteltava työntekijöiden kanssa ennen asian ratkaisua, voivat olla sisäpiirintietoa.

Ongelmaksi näissä tilanteissa saattaa muodostua, ymmärtävätkö kaikki asiasta tietoiset henkilöt saaneensa sisäpiirintiedoksi luokiteltua tietoa ja ovatko he selvillä rikoslain mukaisesta sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellosta. Vaikka tietämättömyys lain sisällöstä sinänsä ei yleensä vapauta rikosvastuusta, on tietoisuudella tiedon sisäpiiriluonteesta vaikutusta syyksiluettavuuteen. Sisäpiirintiedon leviäminen lienee myös paljon todennäköisempää, jos asian tärkeyttä ei ole erikseen korostettu. Jos tieto leviää tiedotusvälineille, muuttuu se julkiseksi tiedoksi heti, kun se on julkistettu kaikkien saataville.

Paljolti tätä huolta hälventää 12 §:n mukainen salassapitovelvollisuus. Sen mukaan yrityksen työntekijät tai toimihenkilöt taikka henkilöstön edustajat, jotka ovat tämän lain mukaisesti saaneet työnantajan liike- tai ammattisalaisuuksia koskevia tietoja, joiden leviäminen olisi omiaan vahingoittamaan yritystä tai sen liike- tai sopimuskumppania, saavat käsitellä näitä tietoja vain niiden työntekijöiden ja toimihenkilöiden tai henkilöstön edustajien kesken, joita asia koskee, eikä tietoja saa ilmaista muille. Salassapitovelvollisuus edellyttää kuitenkin työnantajan ilmoitusta siitä, milloin on kyse tällaisista liike- tai ammattisalaisuuksista, kun taas sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto on voimassa aina. Tosin henkilön voi olla vaikea ilman työnantajan varoitusta mieltää saaneensa sisäpiirintietoa.

4.4.4 Tulosvaroitus

Tulosvaroituksella tarkoitetaan yleensä tilannetta, jossa listayhtiö joutuu muuttamaan aiemmin antamaansa ennustetta taloudellisen asemansa kehityksestä. Tulosvaroituksesta ei erikseen säädetä arvopaperimarkkinalainsäädännössä, vaan se sisältyy jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen, ja sitä käsitellään samalla tavalla kuin muitakin seikkoja, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.[520]

Arvopaperien jälkimarkkinoilla julkistettavat liikkeeseenlaskijan tiedotteet perustuvat olennaisesti liikkeeseenlaskijan itsensä antamiin tietoihin toimintansa tuloksellisuudesta. Kyetäkseen tekemään perusteltuja johtopäätöksiä yhtiön taloudellisen tuloksen muodostumisesta ja yhtiön taloudellisesta asemasta yhtiön johdon on saatava tietoa yhtiön liiketoiminnan kehityksestä. Laissa säädettyjen tiedonantovelvollisuuksien sisään asetettuna edellytyksenä on, että yhtiön johto pystyy seuraamaan ja raportoimaan yhtiön tuloksen ja taloudellisen aseman kehittymisestä riittävän ajantasaisesti ja luotettavasti. Viime aikoina on kuitenkin tullut esiin tapauksia, joissa velvollisuuksien täyttämättä jättämisen syiksi on esitetty listattujen yhtiöiden taloushallinnon seuranta- ja raportointi-

[520] Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 117.

järjestelmien pettäminen ja kykenemättömyys toimia listayhtiöltä vaaditulla korkealla tasolla niin, että julkisen kaupankäynnin vaatimat tiedottamiskriteerit olisi voitu täysimääräisesti täyttää.[521]

> Rahoitustarkastus huomautti erästä yhtiötä siitä, että se viivytteli tulosvaroituksen antamisessa ja kehotti yhtiötä järjestämään talous- ja muun hallintonsa siten, että se voi varmistua mahdollisuuksistaan täyttää arvopaperimarkkinalain jatkuvan tiedonantovelvollisuuden (AML 2:7) asettamat vaatimukset.[522]
>
> Toisessa tapauksessa Rahoitustarkastus lähetti yhtiölle kirjeen, jossa se kehotti yhtiötä kiinnittämään huomiota tiedotuskäytäntöönsä, tiedotteidensa selkeyteen ja laskentajärjestelmiensä toimivuuteen. Rahoitustarkastuksen käsityksen mukaan yhtiön tiedotuskäytäntö ei ole ollut niin selkeää kuin pörssiyhtiöltä voitiin edellyttää.[523]

Nykyään arvopaperimarkkinalaissa edellytetään, että arvopaperipörssillä on oltava säännöt, jotka sisältävät lakia täydentävät määräykset muun muassa siitä, millaisia vaatimuksia, oikeuksia ja velvollisuuksia pörssiyhtiöille ja niiden hallinnolle asetetaan.[524]

Taloudellisten vaikeuksien osalta tiedot konkurssista tai yrityssaneerauksesta ovat selkeästi olennaista tietoa, mutta olennaista voi myös olla tieto meneillään olevasta viranomaiskäsittelystä tai oikeudenkäynnistä, jolla saattaa olla huomattavaa merkitystä liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan.[525] Tuloskehitystä ajateltaessa olennaista tietoa voisi olla tieto siitä, että katsauskauden tulos poikkeaa määrällisesti tai rakenteellisesti huomattavasti siitä, mitä perustellusti voidaan arvioida yhtiön julkistamien tietojen avulla, taikka että tuloksen kehitys poikkeaa siitä, mitä on aikaisemmin ennustettu tai annettu ymmärtää[526]. Vaikka velvollisuus julkistaa tulosvaroitus riippuu ennen kaikkea siitä, mitä yhtiö on aiemmin tiedottanut julkisuuteen eikä markkinoiden odotuksista, saattaa huomattava ero julkistettujen tietojen ja markkinoiden (konsensus) odotuksien välillä antaa aiheen tarkastella yhtiön tiedottamista laajemmin sen selvittämiseksi, onko tiedonantovelvollisuutta noudatettu asianmukaisella tavalla.[527]

---

[521] HE 184/2001 vp, s. 14 ja 30–31.

Ks. myös COB Profit Warnings, s. 18. Yhtiön tietojärjestelmien tulisi pystyä keräämään tarvittavat tiedot tiedonantovelvollisuuksien täyttämiseksi.

[522] Ratan tiedote 25.6.2001 VieL/7/2001 (www.rahoitustarkastus.fi /julkaisut).

[523] Ratan tiedote 31.8.2000 VieL/6/2000 (www.rahoitustarkastus.fi /julkaisut).

[524] AML 3 luvun 4 §:n 1 momentin 5) kohta.

[525] Rata K/42/2002/PMO, kohta 4.

[526] Tulosvaroitus voi olla sekä negatiivinen että positiivinen.

[527] Ks. COB Profit Warnings, s. 14. Jos yhtiön johto havaitsee tuloskehityksen poikkeavan huomattavasti markkinoiden konsensusodotuksista, tulisi sen tutkia, johtuuko asia sen omasta huonosta tai epäselvästä tiedottamisesta ja, jos johtuu, niin antaa tilanteen vaatima täydentävä tiedote.

Ks. myös UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 10.1, jonka mukaan yhtiön on niin pian kuin mahdollista korjattava aiemmin julkistamaansa ennustetta, jos yhtiö huomaa, että lopputulos tulee olemaan olennaisesti erilainen kuin julkistettu ennuste esittää.

Yhtiön johdolle tuloksen kehitys alkaa yleensä valjeta asteittain, ja ongelmana onkin, milloin tieto yhtiön tilasta on tullut johdolle niin ilmeiseksi, että asiasta on syytä tiedottaa. Hyvien uutisten osalta tiedottaminen näyttää tapahtuvan aikaisemmin kuin huonojen. Markkinat tietävät yhtiöiden haluavan julkistaa hyvät uutiset ja pantata huonoja tietoja, minkä johdosta markkinat usein tulkitsevat yhtiöiden tiedottamattomuuden huonoiksi uutisiksi (no news is bad news).[528]

4.5 TOIMEKSIANNOT

Arvopaperinvälittäjille annettuja tavallisia myynti- ja ostotoimeksiantoja koskevat tiedot ovat harvoin omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Joissakin tapauksissa tällainen vaikutus voi kuitenkin olla hyvin laajoilla samaan arvopaperiin kohdistuvilla toimeksiannoilla. Yhdenkin markkinoiden kannalta vaikuttavassa asemassa olevan toimeksiantajan suunnitelmien tunteminen saattaa myös olla sisäpiirintietoa, jos markkinoilla seurataan tämän toimintaa tavanomaista tarkemmin. Lisäksi yhtäkin toimeksiantoa koskeva tieto yhdistettynä muuhun tietoon tai jokin suuri epälikvidiä arvopaperia koskeva toimeksianto voi joskus olla niin merkittävää, että se täyttää olennaisuusedellytyksen. Lisäedellytyksenä tällaisen suuren toimeksiannon osalta voidaan pitää sitä, että kyseinen toimeksianto toteutetaan suhteellisen lyhyessä ajassa eikä viikkojen tai kuukausien kuluessa, jolloin toimeksiannon vaikutus arvopaperin arvoon laimenee.[529]

> Olennaisuusedellytyksen täyttäviä toimeksiantoja lienevät kooltaan ainakin sellaiset jatkuvassa kaupankäynnissä toteutettavat toimeksiannot, jotka ovat suurempia, kuin mitä pörssin omien osakkeiden hankintaa koskevan ohjeen yleisissä periaatteissa sanotaan. Ohjeen mukaan omien osakkeiden hankinta tulee toteuttaa siten, että hankinta ei aiheuta poikkeuksellisia markkinaliikkeitä ja että osakkeiden hankinnassa tulee kiinnittää huomiota kunkin yhtiön ja sen osakkeiden jälkimarkkinoiden ominaispiirteisiin sekä markkinatilan-

---

[528] Narayanan: Insider trading and the voluntary disclosure etc., s. 395–396 ja 417. Sisäpiirikaupan kiellon tiukka täytäntöönpano saa aikaan enemmän tiedottamista yhtiöiltä.

Ks. myös Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 118, joiden mukaan tiedottamisessa tulisi muistaa, että epäilyt olennaisten tietojen peittelemisestä voimistavat epäsymmetrisen informaation vaikutuksia ja voivat siten näkyä negatiivisesti liikkeeseenlaskijan pörssikurssissa.

[529] HE 254/1998 vp, s. 34.

Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 24–27. Käräjäoikeuden mukaan tieto suuresta toimeksiannosta on omiaan vaikuttamaan kurssikehitykseen olennaisesti varsinkin epälikvidin osakkeen ollessa kyseessä. Tapaus liittyi niin sanottuun blokkikauppaan.

Vrt. Valtakunnansyyttäjänvirasto 01/38 (29.6.2001), jossa syyttäjä katsoi, ettei merkittävääkään pörssierää koskeva sopimuskauppa välttämättä muodosta sisäpiirintietoa, vaan kaupan toteuttamistavasta riippuu, onko sillä vaikutusta kurssiin. Kyse oli myös blokkikaupasta.

teeseen. Hankinnan määrä pörssipäivänä saa olla enintään puolet pörssipäivän vaihdosta hankinnan kohteena olevalla osakkeella.[530]

Markkinatietoa koskeva tyypillinen sisäpiirintiedon väärinkäyttötilanne on kyseessä silloin, kun arvopaperinvälittäjä tai sen palveluksessa oleva meklari tekee, tietoisena asiakkaan suuresta toimeksiannosta, omaan salkkuunsa kauppoja kyseisellä arvopaperilla ennen kuin toteuttaa asiakkaansa toimeksiannon.[531] Käytännössä tällaisessa menettelyssä ei kuitenkaan aina ole kyse sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, vaan lähinnä hyvän tavan vastaisesta menettelystä asiakkaan vahingoksi, koska toimeksiannoilta jää yleensä olennaisuuskriteeri täyttymättä.

Sijoituspalveluyhteisö, jolla on tieto asiakkaan toimeksiannosta tai tieto asiakkaan aikeista antaa toimeksianto, ei saa ennen kaupan toteuttamista käydä omaan lukuunsa kauppaa toimeksiannon kohteena olevilla arvopapereilla tai johdannaissopimuksilla, joiden kohde-etuutena on kyseinen arvopaperi, jos se voi johtaa asiakkaan aseman huononemiseen. Kiellon vastainen toiminta voi myös olla sisäpiirintiedon väärinkäyttöä.[532]

Silloin, kun kyse ei ole sisäpiirintiedon väärinkäytöstä vaan hyvän tavan vastaisesta menettelystä, sovellettaviksi voivat tulla AML 4 luvun 1 ja 4 §. Mainitut AML:n säännökset ovat tosin vailla rikosoikeudellista rangaistusuhkaa, mutta vahingonkorvausvelvollisuus (AML 9:2) voisi olla mahdollista, jos välittäjän tai meklarin toiminnasta on aiheutunut vahinkoa asiakkaalle esimerkiksi huonomman hinnan muodossa.[533]

4.6 LOPUKSI OLENNAISUUDESTA

Edellä on käyty läpi joitain yleisimpiä markkinoiden tapahtumia ja sitä, miten arvioida niiden olennaista vaikutusta liikkeeseenlaskijan arvopaperin arvon

---

[530] Ks. Helsingin Pörssin ohje listayhtiön omista osakkeista kohta 3.

[531] Kyseistä menettelyä kutsutaan nimellä front running.

[532] Rata 201.7 kohta 4.5 (front running); Ks. Afrell-Klahr-Samuelsson: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s. 290; Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 160.

Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 19), jonka mukaan jäsenvaltioiden olisi puututtava sisäpiirikauppaa koskevaan "front-running" -käytäntöön, mukaan lukien hyödykejohdannaisten sisäpiirikaupan "front-running" -käytäntö, jos se on direktiivissä olevien määritelmien mukaan markkinoiden väärinkäyttöä.

Ks. myös Ruotsin Insiderlag 1990:1342 (kumottu 31.12.2000), jonka 5 §:n 3 kohdan mukaan seikka, joka oli omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, saattoi olla esimerkiksi tieto jonkin salkunhoitajan tai sijoitusyhtiön päätöksestä ostaa tai myydä arvopapereita sekä muu samankaltainen markkinatieto.

[533] Ks. FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.27G, jonka mukaan toimeksiantoja koskevan tiedon käyttäminen ei ole markkinoiden väärinkäyttöä, mutta se voi rikkoa muita hyvää tapaa koskevia säännöksiä. Säännöksen tarkoitus ei kuitenkaan ole tehdä front runningia sallituksi.

kannalta. Arviointia tehtäessä on kuitenkin tärkeä muistaa, ettei sisäpiirintiedolta vaadita tosiasiallista vaikutusta vaan sitä, että sillä tyypillisesti on vaikutusta arvopaperin arvoon.

Rikoslain 51 lukua koskevassa hallituksen esityksessä on lisäksi mainittu muutamia muita arvopapereihin liittyviä olennaisia tietoja kuten tiedot osakeanneista, suurista investoinneista sekä merkittävistä keksinnöistä. Kaikki nämä seikat kuuluvat yhtiöiden jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin. Hallituksen esityksessä viitataan myös sellaisiin olennaisiin tietoihin, jotka eivät liity yksittäisiin liikkeeseenlaskijoihin vaan arvopaperimarkkinoihin kokonaisuudessaan. Tällaisia yhtiön ulkoisia tekijöitä ovat esimerkiksi korko- ja veropäätökset tai valuutan ulkoisen arvon muutokset.[534] Nämä ulkoiset tekijät saattavat joskus vaikuttaa välillisesti yhtiön tiedonantovelvollisuuteen, jos niiden aiheuttamat muutokset vaikuttavat olennaisesti yhtiön kannattavuuteen.

Osakeanneissa olennaista tietoa on lähinnä tieto tarjouskirjan sisällöstä. Tarjouskirjan sisällöstä on nähtävissä suoraan, kuinka suuri kysyntä on, miten se on jakautunut eri sijoittajaryhmien kesken sekä mitkä ovat allokaatioperiaatteet. Näiden tietojen perusteella on siten mahdollista tehdä johtopäätöksiä muun muassa siitä, miten arvopaperin arvo lähtee kehittymään annin jälkeen ja kannattaako kyseistä arvopaperia merkitä. Antien kohdalla on kuitenkin huomattava, että ensimmäistä kertaa listauduttaessa annit eivät tule sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltamisalan piiriin, koska ennen listalle ottamista kyseessä ei ole julkisen kaupankäynnin kohteena oleva arvopaperi.[535]

Velkakirjan arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa korkopäätökset ja luottoluokitukset sekä yleensä kaikki sellaiset tiedot, joilla on merkitystä liikkeeseenlaskijan kykyyn vastata sitoumuksistaan.[536] Nämä edellä mainitut seikat sekä etukäteistiedot esimerkiksi konkurssista ja yrityssaneerauksesta saattavat olla sellaisia, joilla on olennaista merkitystä sekä yhtiön osakkeen että velkakirjan arvon kannalta.

Hallituksen esityksen perusteluissa ei ole tyhjentävästi listattu, minkälaisia tietoja tulisi pitää olennaisina. Siinä mainittujen esimerkkien lisäksi olennaisena tietona voitaisiin pitää myös tietoa muutoksista erilaisten indeksien sisällössä. Tieto yhtiön osakkeen pääsystä johonkin keskeiseen indeksiin lisää sen likviditeettiä muun muassa sen johdosta, että silloin osake tulee mukaan kyseisen indeksin perusteella sijoittavien rahastojen hankintalistalle, mikä voi olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan osakkeen arvoon. Vastaavasti tieto indeksistä tippumisesta vaikuttaa osakkeen arvoon, koska silloin osake myydään pois mainittujen indeksirahastojen arvopaperisalkuista. Monet muutkin sijoittajat

---

[534] HE 254/1998 vp, s. 34.
[535] Ks. luku III 2.3; Vrt. 2003/6/EY: MAD 9 artikla.
[536] Ks. 2001/34/EY artikla 81(1).

kuin rahastot seuraavat näitä keskeisiä indeksejä, jotka yleensä sisältävät luotettavia ja hyvinä pidettyjä niin sanottuja blue chip -osakkeita.

> Olennaista tietoa voi yleensäkin olla erilaiset johdon tai määräysvallan muutokset yhtiössä, osakassopimukset, osakepääoman muutokset, osakkeiden splittaukset, merkittävien osake-erien hankinnat tai luovutukset, omien osakkeiden hankinnat, luottojen irtisanomiset tai peruuttamiset, suuret maksettavat vahingonkorvaukset, vakavat tuotevastuu- tai ympäristövahinkotapaukset, sijoitusomaisuuden arvonmuutokset, huomattavat tilaukset, ydinliiketoimintojen tai osinkopolitiikan muutokset, merkittävät liikkeeseenlaskijaa koskevat viranomaisen tai tuomioistuimen päätökset ynnä muut vastaavat seikat.[537]

Koska olennaisuuden käsitettä ei ole selkeästi rikoslaissa tai arvopaperimarkkinalaissa määritelty, se jää viime kädessä aina erikseen tapauskohtaisesti arvioitavaksi. Yleisinä olennaisuuden arviointiin vaikuttavina tekijöinä voidaan pitää muun muassa sellaisia seikkoja, onko kyseisen tyyppisellä tiedolla aikaisempien kokemuksien mukaan ollut olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon, mikä on tapahtuman suuruusluokka verrattuna yhtiön kokoon, poikkeaako tieto tai tapahtuma normaalista, onko tieto luonteeltaan sellaista, että se toimii kannustimena arvopaperikauppoihin tai onko sen käyttämisestä odotettavissa etua taikka onko se muuten sellaista, ettei sitä voi jättää ottamatta huomioon harkittaessa sijoituksen tekemistä.[538] Vaikutusta on lisäksi esimerkiksi investointien ja keksintöjen strategisella merkityksellä yhtiön toiminnan kannalta. Yhtiön näkökulmasta katsottuna merkitystä voi olla myös sillä, millä hierarkiatasolla päätös yhtiössä tehdään[539].

Alioikeuskäytännöstä on jo nähtävissä, että sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksissa keskeiseen asemaan nousee tiedon sisäpiiriluonne ja erityisesti sisäpiirintiedon määritelmään sisältyvä tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimus. Tiedon olennaisen vaikutuksen arviointi näyttää ainakin yrityskaupoissa olevan sidoksissa kaupan koon lisäksi myös tiedon kehitysasteeseen. Yrityskaupan epävarmuudella tai epätodennäköisellä toteutumisella pyritään usein perustelemaan sitä, ettei tieto ole kehittynyt olennaisuuden asteelle.

---

[537] CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 35.

[538] Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 27–28; Koskinen: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus, s. 76. Informaatio on olennaista, jos sen jättäminen pois tai esittäminen väärin voisi vaikuttaa tiedon käyttäjien taloudellisiin päätöksiin (International accounting standards committee).

[539] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje kohta 7.3 alakohta 2). Hankkeen arviointikriteerien osalta päätös tehdään useimmiten yhtiön hallituksessa tai yhtiön hallituksen nimenomaisella valtuutuksella taikka yhtiön operatiivisessa johdossa.

Sääntely muissa maissa

Ruotsin sisäpiiririkoslain 1 §:n 1 kohdassa on määritelty sisäpiirintieto. Säännöksen mukaan sisäpiirintietoa on tieto sellaisesta olosuhteesta, jota ei ole julkistettu tai joka ei ole yleisesti tiedossa ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan finanssi-instrumentin kurssiin[540]. Sisäpiirintieto voi periaatteessa koskea mitä tahansa olosuhdetta. Sisäpiiridirektiivin kaltaista erillistä tiedon tarkkuuden vaatimusta ei säännöksessä ole. Määritelmä antaa mahdollisuuden tulkita sitä samalla tavalla kuin Suomessa, jossa ei edellytetä, että tiedolla on varmasti tai todennäköisesti merkitystä arvopaperin arvon kannalta, vaan riittää kunhan vaikutuksen mahdollisuus on todellinen.[541]

Tukholman pörssin[542] ja liikkeeseenlaskijan välisen listalleottosopimuksen liitteessä[543] on pyritty määrittelemään sellaiset seikat, joita koskevat tiedot ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan yhtiön noteerattujen arvopaperien arvostukseen. Sopimuksen mukaan hintasensitiivisenä tietona pidetään aina muun muassa tilinpäätöstä, osavuosikatsausta, tulosennustetta, jos tarkoitus on julkistaa tämä ennuste, osakeantia, tilikauden pidentämistä, listautumista toiseen pörssiin, muutoksia yhtiön hallituksessa, kauppoja lähipiiriin kuuluvien osapuolten kanssa ja tilintarkastuskertomuksia. Lista ei ole tyhjentävä ja muitakin asioita voidaan kattaa tähän sopimukseen kuuluvalla yleislausekkeella. Koska lakisääteinen määritelmä sisäpiirintiedosta on kapea-alaisempi kuin pörssin määritelmä hintasensitiivisestä tiedosta, voi tieto joissain tapauksissa olla hintasensitiivistä olematta kuitenkaan sisäpiirintietoa.[544]

Norjan arvopaperikauppalain 2–1 §:n 1 kappaleessa on määritelty sisäpiirintieto. Sisäpiirintiedon määritelmää ei ole irrotettu erilliseen säännöksen, vaan se sisältyy samaan kappaleeseen sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon kanssa. Systematiikaltaan se muistuttaa tältä osin Suomen vanhaa sisäpiirikaupan kieltoa, joka sijaitsi aiemmin arvopaperimarkkinalaissa. Säännöksen mukaan sisäpiirintieto on julkistamatonta tietoa finanssi-instrumentista, liikkeeseenlaskijasta tai muista tekijöistä, jotka ovat omiaan vaikuttamaan kurssiin[545]. Julkistamattomuusvaatimus on ilmaistu toteamalla, ettei tieto ole julkisesti saatavilla tai yleisesti tunnettu markkinoilla. Norjalainen säännös ei erikseen edellytä tiedon olevan tarkkaa ja olennaista niin kuin sisäpiiridirektiivi[546].

---

[540] Ks. Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet (Del II), s. 331. Olennaisuusvaatimus on ollut Ruotsissa tuomioistuimille vaikeimmin käsiteltävä seikka.

[541] Ruotsin vanhassa sisäpiirilaissa (1990:1342) oli 5 §:ssä lueteltuna neljä esimerkkiä sellaisista tiedoista, joita voitiin pitää sisäpiirintietoina.

[542] OM Stockholm Exchange.

[543] Noterinsavtalet, liite 1.

[544] Ks. CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

[545] NOU 1996:2, s. 48, jossa todetaan "on omiaan" -vaatimuksen olevan muutos aiempaan säännökseen verrattuna, jossa vaatimus oli "voidaan olettaa olevan". Perusteet muutokselle olivat, että "on omiaan" on objektiivisempi kriteeri kuin "voidaan olettaa". Samoin Ot prp nr 80, Norge, kohta 3.5.

[546] Lain muutos 15.6.2001 nr. 43 aiheutti sen, että sisäpiirintiedon määritelmästä pudotettiin pois olennaisuuden ja tarkkuuden vaatimukset. Samalla vaihdettiin luottamuksellisuuden kriteeri julkistamattomuuden kriteeriksi.

Ks. Ot prp nr 80, Norge, kohta 3.5. Sanonnalla tarkka tieto on hyvin vähän itsenäistä merkitystä.

Ks. myös Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 155; CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

Oslon pörssin sääntöjen[547] pykälässä 5–2 on liikkeeseenlaskijoille asetettu velvollisuus oma-aloitteisesti ja viipymättä toimittaa pörssille kaikki tiedot sellaisista olosuhteissa tapahtuneista muutoksista, jotka ovat muuttuneet aiemmin tiedotettuun verrattuna ja joilla voidaan olettaa olevan *ei epäolennainen* merkitys liikkeeseenlaskijan osakkeen kurssiin[548]. Pörssin sääntöjen mukainen julkistamattoman tiedon kohde on siten määrittelyltään suunnilleen saman laajuinen kuin sisäpiirisäännöksen, joka edellyttää tiedon olevan omiaan vaikuttamaan kurssiin, mutta ei vaadi siltä olennaista vaikutusta. Toisaalta kaikki epäolennainen tieto jäänee myös sisäpiirisäännöksen ulkopuolelle.[549] Oslon pörssin säännöissä luvuissa 5 ja 6 on lisäksi lueteltu erilaisia seikkoja, joita pidetään merkittävinä ja jotka on julkistettava viipymättä. Näitä ovat muun muassa hallituksen ja yhtiökokouksen päätökset ja ehdotukset osingoista, fuusioista, yrityskaupoista ja osakepääoman muutoksista sekä tulosvaroitukset ja säännölliseen tiedonantovelvoitteeseen kuuluvat tilinpäätökset ja osavuosikatsaukset.

Tanskassa sisäpiirintiedon määritelmä on Suomen ja Ruotsin tavoin irrotettu itse sisäpiirintiedon kieltävästä säännöksestä omaksi erilliseksi kohdakseen. Arvopaperikauppalain 34(2) §:n mukaan sisäpiirintieto tarkoittaa sellaista julkistamatonta tietoa liikkeeseenlaskijoista, arvopapereista tai markkinaolosuhteista koskien näitä arvopapereita, jonka voi olettaa olevan merkityksellistä[550] yhden tai useamman arvopaperin hinnan muodostuksessa, jos tämä tieto julkistettaisiin. Määritelmäsäännöstä täydentää itse sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävä 35(1) §, joka kieltää kaupankäynnin kaikilta henkilöiltä, joilla on sellaista sisäpiirintietoa, joka voi olla merkityksellistä kyseessä olevan arvopaperikaupan kannalta. Huomio kiinnittyy sisäpiirintiedon määritelmässä siihen, että se ei suoranaisesti vaadi tiedolta olennaista merkitystä tai tärkeyttä kuten sisäpiiridirektiivi tai Suomen ja Ruotsin säännökset.[551] Sisäpiiridirektiivin kaltaista erillistä tiedon tarkkuuden vaatimusta ei säännöksessä myöskään ole. Sisäpiirintieto katsotaan julkistetuksi, kun kyseinen tieto on asiaankuuluvasti ja yleisesti toimitettu markkinoille. Pörssille toimitettu tieto katsotaan julkistetuksi siinä vaiheessa, kun pörssi on levittänyt kyseisen tiedon.

Arvopaperikauppalain 27(1) §:ssä on liikkeeseenlaskijalle asetettu velvollisuus julkistaa viipymättä sellaiset yhtiötä koskevat olennaiset olosuhteet, joiden voi olettaa olevan merkityksellisiä arvopaperin hinnoittelulle. Tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös pitää julkistettavien tietojen osalta sisällään vaatimuksen olennaisista olosuhteista toisin kuin sisäpiirintiedon määri-

---

[547] Börsforskrift 17.1.1994, nro 30 (muutettu 27.11.2001, nro 1313).

[548] Säännöissä käytetään käänteistä määritelmää "som må antas å være av ikke uvesentlig betydning", jolloin määritelmän piiriin kuuluvat kaikki enemmän kuin epäolennaiset seikat.

[549] Ks. Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 156.

[550] Arvopaperikauppalain 34 (2) §: "...må antages at få betydning for..."; Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 276. Tiedolla tulee potentiaalisesti olla vaikutusta kurssiin.

[551] Ks. Clausen: Børsret, Insider handel, s. 51. Vaikka sisäpiirisäännöksessä ei ole erillistä olennaisuusvaatimusta, on teoriassa oletus kuitenkin se, ettei jokainen kurssiin vaikuttava asia tee tiedosta sisäpiirintietoa.

Ks. myös Hansen: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 286; Hansen: Informationsmisbrug, s. 279–287.

telmä.[552] Tämän johdosta säännökset näyttäisivät olevan siltä osin epäjohdonmukaisia, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöön voisi syyllistyä muidenkin kuin olennaisten tietojen ollessa käsillä siitä huolimatta, että liikkeeseenlaskijat ovat velvollisia julkistamaan vain olennaisia olosuhteita koskevat tiedot. Vaikka tiedonantovelvollisuudet liittyvät sisäpiirintiedon väärinkäyttöön hyvin läheisesti, ei sisäpiirintiedon väärinkäytön rankaisemisen edellytyksenä ole arvopaperin liikkeeseenlaskijalle asetettu samansisältöinen tiedonantovelvollisuus[553]. Tilanne voi tällöin johtaa siihen, että sisäpiiriläinen ei voi käydä arvopaperikauppaa ennen kuin liikkeeseenlaskija tiedottaa sitä koskevasta julkistamattomasta ja arvopaperin arvoon vaikuttavasta seikasta omaaloitteisesti, vaikka tiedonantovelvollisuus ei sitä vielä edellyttäisikään.[554]

Kööpenhaminan pörssi on säännöissään[555] antanut liikkeeseenlaskijoille joitain esimerkkejä siitä, minkälaisia tietoja pitää julkistaa viipymättä. Näitä ovat muun muassa tiedot yhtiön toimintojen merkittävistä laajennuksista ja supistamisista, suurista omaisuuden ostoista tai myynneistä, sellaisista markkinoiden epävakaisuuksista, joilla on erityinen vaikutus yhtiöön, fuusioista, olennaisista investoineista, merkittävistä uusista tuotteista sekä suurista yhteistyö- ja muista sopimuksista. Pörssin sääntöjen II osan 3 luvun 16(1) §:n tiedonantovelvollisuutta koskeva säännös on toisinto arvopaperikauppalain 27(1) §:stä ja edellä mainitut esimerkit on liitetty sen perään tarkentaviksi kommenteiksi.

Saksassa sisäpiirintieto on määritelty arvopaperikauppalain13(1) §:ssä yhdessä sisäpiiriläisten määrittelyn kanssa. Säännöksen mukaan sisäpiirintietoa on tieto, jota ei ole julkistettu ja joka liittyy yhteen tai useampaan sisäpiiriarvopaperin liikkeeseenlaskijaan taikka sisäpiiriarvopaperiin. Tiedon edellytetään olevan luonteeltaan myös sellaista, että jos se julkistettaisiin, olisi se omiaan olennaisesti vaikuttamaan sisäpiiriarvopaperin arvoon. Tiedon ei siis tarvitse todellisuudessa aiheuttaa arvopaperin arvon muutosta sen julkistamisen jälkeen vaan ratkaisevaa on, että tiedon olisi mahdollista olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon, jos se tulisi julki.[556] Lain13(2) § toteaa erikseen, ettei analyysejä, jotka perustuvat kokonaisuudessaan julkiseen tietoon, pidetä sisäpiirintietona, vaikka niillä voisi olla olennainen vaikutus sisäpiiriarvopaperin arvoon. Epävarmaa on, tulevatko edes sellaiset julkistettavaksi tarkoitetut herkät tilastot, jotka pohjautuvat julkisiin asiakirjoihin ja joilla julkistettuina on säännöksen tarkoittama vaikutus, käsitteen piiriin kuten Suomessa[557].

Tiedoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon on BaFin kokemuksiin perustuen annettu esimerkkiluettelo.[558] Luettelo

---

[552] Ks. CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

[553] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 276. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa ja tiedonantovelvollisuutta koskevia säännöksiä tulkitaan toisistaan riippumatta.

[554] Vrt. HE 184/2001 vp, s. 37. AML 3:16:n mukaista kaupankäynnin ammattimaista järjestämistä koskee sisäpiirikaupan kielto, mutta liikkeeseenlaskijoille ei kuitenkaan ole asetettu jatkuvaa eikä säännöllistä tiedonantovelvollisuutta.

[555] Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S.

[556] Ks. BAWe-Deutshe Börse, s. 35.

[557] Ks. HE 254/1998 vp, s. 34–36 (herkät tilastot).

[558] Ks. BAWe-Deutshe Börse, s. 48–49; CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

muistuttaa muiden maiden vastaavia luetteloita, joissa on liikkeeseenlaskijan taloudelliseen asemaan, omaisuuteen ynnä muihin vastaaviin seikkoihin liittyviä tapahtumia. Luettelo sisältää fuusioita, liiketoimintojen myyntejä, yrityskauppoja, ostotarjouksia sekä muutoksia osinkojen määrässä. Lisäksi siinä on asioita, jotka liittyvät yhtiön yleisiin liiketoimintaoperaatioihin kuten merkittävien sopimussuhteiden solmimisiin tai purkamisiin, keksintöihin sekä tuote- tai ympäristövastuukorvauksiin.

Siitä huolimatta, että Ranskassa sisäpiirintieto määritellään sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltävän lain 465–1 § 1:ssä jonkin verran eri tavalla kuin COB:n määräyksen 90-08:n 1 artiklassa, ei niiden tulkinnassa ole käytännössä juurikaan eroa. COB:n määräyksessä sisäpiirintiedolta edellytetään, että se on julkistamatonta, tarkkaa ja voisi vaikuttaa arvopaperin arvoon, jos se julkistettaisiin. Lainsäännöksessä ei näitä seikkoja erikseen mainita, vaan siinä sisäpiirintiedoksi katsotaan yksinkertaisesti luottamuksellinen tieto, joka liittyy liikkeeseenlaskijan asemaan ja tulevaisuuden näkymiin. Oikeuskäytäntö on kuitenkin tarkentanut lainsäännöksen sisältöä siten, että myös sen mukaan sisäpiirintiedolta vaaditaan tarkkuutta, julkistamattomuutta sekä sitä, että tieto saattaisi vaikuttaa arvopaperin arvoon. Molemmissa säännöksissä sisäpiirintieto voi koskea sekä liikkeeseenlaskijoita että finanssi-instrumentteja. Vaikka kummassakaan sisäpiirintiedon määritelmäsäännöksessä ei vaadita tiedolta olennaista vaikutusta arvopaperin arvoon vaan ainoastaan mahdollisuutta vaikuttaa arvopaperin arvoon, on oikeuskäytäntö asettanut sisäpiiririkoksen osalta sisäpiirintiedolle sellaisen edellytyksen, että kyseinen tieto vaikuttaa *ratkaisevasti* arvopaperikauppojen tekemiseen. Sen sijaan tiedon ei tarvitse olla varmaa.[559]

Tiedonantovelvollisuutta koskevassa säännöksessä edellytetään kuitenkin olennaisuutta. COB:n määräyksen 98-07 artikla 4:n mukaan jokaisen liikkeeseenlaskijan on, niin pian kuin mahdollista, julkistettava kaikki merkittävä tieto, joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan finanssi-instrumentin arvoon.[560] Tiedon julkistaminen voi tapahtua vain yhtiön suorittamalla virallisen tiedotteen tehokkaalla ja laajalla levityksellä. Esimerkiksi tiedon antaminen suurelle joukolle alan ammattilaisia ei takaa tiedon tasapuolista leviämistä sijoittajille eikä siten ole riittävää tekemään tietoa julkiseksi.[561]

Yhdistyneessä kuningaskunnassa sisäpiirintieto on määritelty rikoslain 56 §:ssä ja FSMA 118(2)(a) §:ssä. Rikoslain mukaan sisäpiirintieto tarkoittaa tietoa, joka liittyy tiettyihin arvopapereihin tai tiettyyn liikkeeseenlaskijaan taikka tiettyihin liikkeeseenlaskijoihin. Koska tieto voi liittyä useisiin liikkeeseenlaskijoihin, sisäpiirintietoa on silloin myös sellainen tieto, joka

---

[559] Ks. La Cour de Cassation, Chambre Criminelle, 26.6.1995, Pourvoi no 93–81.646 Arrêt no 3015; Steinberg: International Securities Law, s. 136; Rontchevsky-Storck: Droit des marchés financiers, s. 709.

[560] Ks. CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

[561] Ks. Décision COB 24.6.1993, Bulletin COB – no. 271, Juillet-Août 1993. Tiedon ilmaiseminen 200 analyytikolle ei tehnyt tiedosta julkista. Pörssitiedote olisi pitänyt antaa.

Ks. myös Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 18, joiden mukaan myöskään Saksassa tieto ei ole julkista, jos se on kerrottu yhdelle tai useammalle analyytikolle tai journalistille. Tieto tulee julkiseksi vasta, jos journalisti julkaisee sen tai yhtiö itse julkistaa tiedon pörssitiedotteella.

koskee kokonaista toimialaa eikä vain yhtä liikkeeseenlaskijaa[562]. Tiedon on oltava julkistamatonta ja luonteeltaan tarkkaa tai täsmällistä[563]. Lisäksi tiedon tulee olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon, jos se julkistettaisiin. FSMA:ssa sisäpiirintietoa ei ole määritelty suoraan samalla tavalla kuin rikoslaissa vaan osittain välillisesti markkinoilla toimivien henkilöiden kautta. Säännöksen mukaan toiminta on lainvastaista, jos se perustuu sellaiseen tietoon, joka ei ole markkinoilla toimivien henkilöiden yleisesti saatavilla, mutta jota tietoa markkinoilla vakinaisesti tai säännöllisesti toimiva henkilö todennäköisesti pitäisi relevanttina päättäessään kaupan ehdoista ja toteuttamisesta, jos se olisi hänen saatavillaan.[564]

Rikoslain määritelmä vastaa läheisemmin sisäpiiridirektiivin vastaavaa kuin FSMA:n määritelmä, joka on siitä muotoilunsa puolesta selvästi poikkeava. Erityisesti mielenkiintoa herättää "the regular user test", jolla tarkoitetaan markkinoilla vakinaisesti tai säännöllisesti toimivan henkilön kautta tehtävää hypoteettista arviota siitä, minkälaista tietoa tämä pitäisi relevanttina. Käytännössä kuitenkin vastaavanlainen ajatusleikki lienee suoritettava myös rikoslain määritelmää sovellettaessa, jos halutaan arvioida sitä, mitä tietoa on pidettävä olennaisena.[565]

Vertailumaiden tunnusmerkistöihin liittyvistä eroista kaikkein keskeisimpänä on syytä mainita Norjan, Tanskan ja Ranskan sisäpiirintiedon määritelmistä puuttuvat tiedon *olennaisen* vaikutuksen vaatimukset. Tämän eron merkitys saattaa käytännössä ilmetä erityisesti sellaisessa tilanteessa, jossa yhtiö on listattu kahdessa eri maassa, joista toisessa sisäpiirintiedolta edellytetään olennaisuutta ja toisessa taas ei. Tällöin kaupankäynti kyseisen yhtiön arvopaperilla luottamuksellisen mutta ei-olennaisen tiedon perusteella olisi mahdollista vain edellisessä mutta ei jälkimmäisessä maassa. Olennaisuuden vaatimus tekee selvän eron rangaistavan ja rankaisemattoman teon välillä.

---

[562] White: Insider Dealing and the Criminal Justice Act 1993, s. 61.

[563] Ks. Rider: Regulation of Financial Markets etc., s. 46, joka toteaa Yhdistyneen kuningaskunnan rikolain käyttävän sanoja specific or precise, kun sisäpiiridirektiivi käyttää vain sanaa precise. Tältä osin englantilainen säännös on hänen mukaansa luultavammin laajempi.

[564] Ks. UKLA: The Listing Rules, kohdat 9.1 ja 9.2; CESR: Questionnaire on the Disclosure of Price Sensitive Information.

Ks. UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 3.2. "Price sensitive information is defined in the listing rules as information which may, or would be likely to, lead to a substantial movement in the price of a company's listed securities. Such information will include major new developments, changes in the company's financial condition or business performance or changes in the company's expectation of its performance."

[565] Ks. Jones – Johnstone: Expectations of Privacy and Market Abuse etc., s. 121. Markkinoiden väärinkäyttösäännösten on arveltu olevan ongelmallisia niiden epäselvyyden ja epätäsmällisyyden johdosta EIS 7 artiklan (ei rangaistusta ilman lakia) näkökulmasta.

Ks. myös luku III 4.2. Sisäpiirintiedon objektiivinen arviointi.

5 Sisäpiirintieto de lege ferenda

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 1(1) artiklassa on määritelty sisäpiirintieto.

> Sisäpiirintiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan;
>
> Hyödykejohdannaisten osalta sisäpiirintiedolla tarkoitetaan julkistamatonta luonteeltaan täsmällistä tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan tällaiseen johdannaiseen ja jota niiden markkinoiden käyttäjät, joilla näillä johdannaisilla käydään kauppaa, odottaisivat saavansa kyseisten markkinoiden hyväksyttyjen markkinatapojen mukaisesti.
>
> Niiden henkilöiden osalta, joiden tehtävänä on rahoitusvälineitä koskevien toimeksiantojen toteuttaminen, sisäpiirintiedolla tarkoitetaan myös asiakkaan antamaa ja asiakkaalle toteutettavana olevaa toimeksiantoa koskevaa luonteeltaan tarkkaa tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan rahoitusvälineiden liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan.

Sisäpiirintiedon määritelmä vastaa suurelta osin nykyisessä sisäpiiridirektiivissä olevaa määritelmää. Tiedolta edellytettävät julkistamattomuus, täsmällisyys, liittyminen rahoitusvälineen liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen sekä huomattavan vaikutuksen vaatimus eivät siten tuo mitään merkittäviä muutoksia jo olemassa olevaan suomalaiseen sääntelyyn.[566] Muutokset direktiivissä koskevat lähinnä arvopaperin muuttumista rahoitusvälineeksi ja erityisesti hyödykejohdannaisiin liittyvän sisäpiirintiedon erilaista arvioimista.

Direktiivin suomenkielinen muotoilu "todennäköisesti olisi huomattava vaikutus" olisi parempi kirjoittaa muotoon "on omiaan olennaisesti vaikuttamaan", kuten rikoslain sisäpiirimääritelmässäkin on tehty. Myös direktiivin englanninkielinen versio mahdollistaa sen. Suomenkielinen muotoilu antaa sellaisen kuvan, että sisäpiirintiedolta odotetaan todennäköistä vaikutusta, kun taas "on omiaan olennaisesti vaikuttamaan" ei tarkoita sitä, että sisäpiirintiedolla varmasti tai edes todennäköisesti on merkitystä arvopaperin arvon- tai hin-

---

[566] Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 14–36, sisäpiirintiedon määritelmään liittyvistä täytäntöönpanotoimenpiteistä.

nanmuodostuksen kannalta vaan riittää, että tiedon vaikutuksen mahdollisuus arvopaperin arvoon tai hintaan on todellinen. Komiteamenettelyn mukaisesti antamissaan neuvoissa CESR on katsonut, että kyse on tiedon vaikutuksen todennäköisyysasteen määrittelemisestä. Vaikutuksen hintaan on oltava kohtuudella odotettavissa. Pelkkä mahdollisuus vaikuttaa hintaan ei ole riittävää, mutta toisaalta ei myöskään vaadita varmaa vaikutusta.[567]

Hyödykejohdannaisia koskeva sisäpiirintiedon määritelmä edellyttää tiedon luonteen arviointia niiden henkilöiden näkökulmasta, jotka hyödykejohdannaismarkkinoita käyttävät ja jotka odottaisivat saavansa tämän tiedon kyseisten markkinoiden hyväksyttyjen markkinatapojen mukaisesti.[568] Sellaisen henkilön, joka ei normaalisti käy kauppaa hyödykejohdannaisilla, voi olla vaikea arvioida sitä, minkälaista tietoa hyödykejohdannaismarkkinoiden käyttäjät odottaisivat saavansa tietoonsa kyseisten markkinoiden hyväksyttyjen markkinatapojen mukaisesti. Käytännössä direktiivi asettaakin velvollisuuden ainakin kohtuudella perehtyä niiden markkinoiden toimintatapoihin, joilla henkilö aikoo käydä kauppaa.

Hyväksytyillä markkinatavoilla tarkoitetaan 1 artiklan 5) kohdan mukaan käytäntöjä, joita voidaan kohtuudella olettaa olevan yksillä tai useammilla rahoitusmarkkinoilla ja jotka toimivaltainen viranomainen hyväksyy komission hyväksymien suuntaviivojen mukaisesti. Hyväksytyt markkinatavat edellyttävät siten myös viranomaisten hyväksyntää ennen kuin niillä on direktiivin tarkoittama merkitys. Toimivaltaiset viranomaiset voivat antaa ohjeistusta direktiivin soveltamisalaan kuuluvissa asioissa, kuten sisäpiirintiedon määrittelemisestä hyödykejohdannaisten osalta.[569]

Direktiivin valmistelun loppuvaiheessa 1 artiklaan lisättiin vielä oma alakohta koskien toimeksiantoja. Direktiivin mukaan myös toimeksiannot voivat olla sisäpiirintietoa edellyttäen, että niillä todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai -johdannaisten hintaan. Voimassa olevaa RL 51:6:ää koskevassa hallituksen esityksessä on todettu, että tavallisia toimeksiantoja koskevat tiedot ovat harvoin omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon tai hintaan. Joissakin tapauksissa tällainen vaikutus voi kuitenkin olla hyvin laajoilla samaan arvopaperiin kohdistuvilla toimeksiannoilla. Sen lisäksi

---

[567] Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 23.

[568] Ks. esim. Yhdistyneen kuningaskunnan FSMA 118(2)(a) §, jossa arvion suorittaminen on vastaavalla tavalla sidottu markkinoilla toimijoihin: "The behaviour is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would or would be likely to be regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in investments of the kind in question should be effected."

[569] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 21).
Euroopan komissio antoi 31.1.2003 (MARKT/G2 D(2003)) CESR:lle mandaatin määritellä mahdollisia täytäntöönpanotoimenpiteitä liittyen hyväksyttyihin markkinakäytäntöihin sekä hyödykejohdannaisiin liittyviin sisäpiirintietoihin. Mandaatissa todettiin erikseen: "The technical advice given by CESR should not take the form of a legal text."

sisäpiirintietoa saattaa olla yhdenkin markkinoiden kannalta vaikuttavassa asemassa olevan toimeksiantajan suunnitelmien tunteminen, jos markkinoilla seurataan tämän toimintaa tavanomaista tarkemmin.[570]

Direktiivin 1 artiklan lopussa edellytetään lisäksi rahoitusmarkkinoilla tapahtuvan kehityksen huomioon ottamista ja direktiivin yhdenmukaisen soveltamisen varmistamista yhteisössä. Tähän liittyvät täytäntöönpanotoimet komissio hyväksyy 17 artiklan 2 kohdassa tarkoitettua komiteamenettelyä noudattaen. Komiteamenettelyä varten CESR on valmistellut komissiolle ensimmäisen esityksen soveltamissäännöistä ja täytäntöönpanotoimenpiteistä.[571]

[570] Ks. HE 254/1998 vp, s. 34; 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 19); luku III 4.5.
[571] Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD; DG Internal market services' working document ESC 12/2003 (invitation to comment), jossa komissio pyytää kommentteja CESR:n esityksen perusteella tekemäänsä dokumenttiin.

IV
MUUT SISÄPIIRINTIEDON VÄÄRINKÄYTÖSTÄ RANKAISEMISEN EDELLYTYKSET

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö:

RL 51:1:n mukaan, joka hankkiakseen itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttää julkisen kaupankäynnin tai muun arvopaperien ostajien ja myyjien yhteen saattamiseksi ammattimaisesti järjestetyn yleisön käytettävissä olevan kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi

1) luovuttamalla tai hankkimalla sellaisen arvopaperin omaan tai toisen lukuun, tai
2) neuvomalla suoraan tai välillisesti toista sellaista arvopaperia koskevassa kaupassa, on tuomittava sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoon tai vankeuteen enintään kahdeksi vuodeksi.

Tahallisen rikoksen yritys on rangaistava.

Tässä luvussa sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä käsitellään rikoksen rakenteen mukaisessa järjestyksessä. Tunnusmerkistön mukaisuus on jaettu objektiiviseen ja subjektiiviseen puoleen siten, että objektiivinen puoli koostuu sellaisista osista kuin tekijä, tekotapa sekä kielletty riskinotto ja subjektiivinen puoli hyötymistarkoituksesta[572]. Syyksiluettavuuden kohdalla tarkastellaan tahallisuutta ja tuottamuksesta tekijän huolimattomuutta.

[572] Ks. luku III. Sisäpiirintieto kuuluu tunnusmerkistön mukaisuuden objektiiviselle puolelle.

1 Tekijäpiirin määräytyminen

Suomen voimassa olevassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa säännöksessä ei erotella ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläisiä toisistaan. Rikoksen tekijänä voi periaatteessa olla kuka tahansa sisäpiirintietoa säännöksessä mainitulla tavalla hyväkseen käyttävä. Nykyisestä tekijäpiirin avoimuudesta huolimatta väärinkäyttöön syyllistyvät on käytännössä mahdollista jaotella ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläisiin. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto oli aikaisemmin säännelty AML 5:1:ssä, jolloin tekijäpiirin määrittely mukaili edellä mainittua jakoa, joka pohjautui sisäpiiridirektiiviin. AML:n mukaan tekoon saattoi syyllistyä se, joka asemansa, toimensa tai tehtävänsä nojalla sai sisäpiirintietoa.[573] Tekijäpiirin yhteydessä käsitellään niin sanottuja turvasatamasäännöksiä, joilla erilaisissa tilanteissa voidaan rajata tekijäpiiriä.

1.1 RIKOKSEN TEKIJÄ

Rikoksen tekijänä voi periaatteessa olla kuka tahansa sisäpiirintietoa säännöksessä mainitulla tavalla hyväkseen käyttävä. Sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuutta ei ole rajattu koskemaan vain yhtiön hallinnolliseen sisäpiiriin kuuluvia eikä enää edes edellytetä sitä, että tieto on saatu aseman, toimen tai tehtävän perusteella. On kuitenkin selvää, että sisäpiirintietoa saa tällaiseen ryhmään kuulumisen johdosta, koska sisäpiirintietoa on yleensä yhtiöiden johtoon kuuluvilla ja niiden palveluksessa, luottamusta vaativissa tehtävissä, olevilla. Muita henkilöitä, jotka voivat saada sisäpiirintietoja yrityksen toiminnasta tai suunnitelmista tehtävänsä hoitamiseksi, ovat esimerkiksi asianajajat ja erilaisissa konsulttitehtävissä työskentelevät henkilöt. Näiden ohella virkamiehet voivat saada tällaista tietoa virkatehtäviä suorittaessaan, mutta he voivat myös olla tuottamassa sellaista tietoa, jota säännös koskee. Lisäksi arvopaperipörssin luottamus- ja toimihenkilöt samoin kuin arvopaperinvälittäjien palveluksessa olevat saavat usein sisäpiirintietoa.[574] Oikeushenkilöä ei kuitenkaan pidetä rikoksen tekijänä, vaan tekijä on aina joku sen puolesta toimiva luonnollinen henkilö[575].

---

[573] Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto oli 31.5.1999 asti AML:n 5 luvun 1 §:ssä ja sen rangaistussäännös 8 luvun 1 §:ssä. 1.6.1999 alkaen sisäpiirintiedon väärinkäyttö siirtyi RL:n 51 luvun 1 §:ksi. Säännöstä on viimeksi muutettu 28.12.2001, kun siihen lisättiin muu kaupankäyntimenettely ja se tuli voimaan 1.1.2002 (1526/2001).

[574] HE 254/1998 vp, s. 20.

[575] Ks. RL 9 luku sekä HE 95/1993 yksityiskohtaiset perustelut.

Tekijäpiirin avoimuus osoittaa selvästi, että liikeneuvotteluissa saadun sisäpiirintiedon ohella myös erilaisissa viranomaistoimintaan tai yritystoimintaan liittyvissä tehtävissä, kuten pankkitoimihenkilönä, sihteerinä, puhelunvälittäjänä tai vahtimestarin tehtävissä saadun sisäpiirintiedon hyväksikäyttäminen säännöksessä edellytetyllä tavalla on rangaistavaa. Sisäpiirintietoa sattumalta tai vahingossa saanut henkilö, kuten taksinkuljettaja tai ravintolan asiakas, voi myös syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, jos hän käyttää tietoa hyväkseen arvopaperikaupassa vastoin säännöksen kieltoa. Viimeksi mainituissa tapauksissa korostuvat erityisesti säännöksen tekijän tietoisuudelle asettamat edellytykset.[576]

Vaikka rikoksen tekijäpiiri onkin periaatteessa laaja, rikoksen muut tunnusmerkit kuitenkin käytännössä voimakkaasti rajaavat niiden henkilöiden piiriä, jotka voivat syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Tunnusmerkistön liiallinen avoimuus ei sopisikaan yhteen rikosoikeuden täsmällisyys- ja selvyysvaatimuksen kanssa. Tosiasiassa tekijäpiirin avoimuus ei paljoakaan muuta tilannetta aiempaan verrattuna, koska vanhassa AML:n 5:1:ssä oli nimenomaan säädetty pykälän viimeisessä lauseessa, että säännös koskee myös henkilöä, jonka on syytä epäillä, että tieto on ilmaistu tai paljastettu luvattomasti tai vahingossa.[577] Nykyään näissä tapauksissa edellytetään, että tekijä on ymmärtänyt tiedon olevan säännöksessä tarkoitettua sisäpiirintietoa. Sillä seikalla, onko tieto paljastettu luvattomasti tai vahingossa ja onko tekijä tietoinen näistä seikoista, ei enää ole merkitystä, jos tekijä on mieltänyt tiedon olevan sisäpiirintietoa.[578]

Siitä huolimatta, että uudistus laajensi tekijäpiirin yleiseksi, se ei kuitenkaan ole ristiriidassa sisäpiiridirektiivin kanssa. Sisäpiiridirektiivin 6 artiklan mukaan jäsenvaltiot voivat antaa direktiivin säännöksiä ankarampia tai niitä täydentäviä säännöksiä, jos näitä säännöksiä sovelletaan yleisesti.

> EY-tuomioistuin on todennut, ettei sisäpiiridirektiivin 6 artikla ole esteenä direktiivin säännöksiä ankarampien jäsenvaltion säännösten soveltamiselle, jos tämän kansallisen lainsäädännön soveltamisessa käytetty sisäpiirintiedon väärinkäytön määritelmä on sisällöltään samanlainen kaikkien tässä lainsäädännössä tarkoitettujen luonnollisten henkilöiden ja oikeushenkilöiden osalta. Jos kansalliset säännökset ovat direktiivin 6 artiklan vastaisia siksi, että tietyt luonnolliset henkilöt tai oikeushenkilöt on nimenomaisesti jätetty sellaisen kiellon soveltamisalan ulkopuolelle, joka on ankarampi kuin tässä direktiivissä säädetty sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto, kansallinen tuo-

---

[576] HE 254/1998 vp, s. 20–21.

[577] Tekijäpiiri laajenee lähinnä siltä osin kuin on olemassa henkilöitä, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa muutoin kuin asemansa, toimensa tai tehtävänsä nojalla taikka että tieto olisi ilmaistu tai paljastettu heille luvattomasti tai vahingossa. Ks. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 36, joka puhuu ulkopuolisen tutkijan sisäpiiriläisyydestä.

[578] HE 254/1998 vp, s. 20–23.

mioistuin ei saa soveltaa näitä ankarampia säännöksiä mihinkään niistä henkilöistä, joihin näitä säännöksiä voitaisiin soveltaa.[579]

1.2 SISÄPIIRILÄISET

Sisäpiiriläisiä on tapana jaotella eri kategorioihin sen mukaan, miten heidän sisäpiiriläisyytensä ilmenee. Yleisimmin käytetty luokittelu jakaa sisäpiiriläiset kahteen ryhmään. Ensimmäiseen ryhmään kuuluvia kutsutaan ensimmäisen asteen tai ensisijaisiksi sisäpiiriläisiksi (primary insiders), joita ovat muun muassa yhtiön luottamushenkilöt sekä henkilöt, joilla on työnsä tai tehtävänsä perusteella mahdollisuus saada sisäpiirintietoa ennen muita markkinoilla toimivia. Toiseen ryhmään kuuluvia kutsutaan toisen asteen tai toissijaisiksi sisäpiiriläisiksi (secondary insiders). Näitä ovat henkilöt, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiltä ja joita siksi kutsutaan myös vihjeen saajiksi (tippees). Tämä jaottelu juontaa juurensa sisäpiiridirektiivin artikloista 2 ja 4, vaikka direktiivi itsessään ei käytä termejä ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläinen.

Sisäpiirin rajaaminen voidaan myös perustaa eri vaihtoehtoihin sen mukaan, mitä näkökohtia sisäpiirin syntymisperusteina painotetaan. Näkökohdat jakautuvat lähinnä kolmeen eri perusmalliin:[580]

a) henkilömalli, joka perustuu henkilöpiirin rajaamiseen. Sisäpiirintiedon hyväksikäytön rajoitusten piiriin kuuluvat tietyssä asemassa olevat henkilöt, joilla asemansa perusteella on luottamuksellista tietoa;
b) tasapainomalli, joka perustuu kvalifioidun tiedon asymmetriaan. Henkilön asema markkinoilla on toissijainen, jo tiedon asymmetria laukaisee tiedon hyväksikäyttöä koskevat rajoitukset;
c) lähdemalli, joka perustuu tiedon asymmetrian perusteeseen. Hyväksikäytön kielto liitetään sellaiseen tiedon asymmetriatilanteeseen, jossa tieto on uskottu henkilölle hänen luottamuksellisen asemansa perusteella.

1.2.1 Ensimmäisen asteen sisäpiiriläiset

Ensimmäisen asteen sisäpiiriläiset voidaan jakaa uuden markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin pohjalta neljään ryhmään. Ensimmäinen sisäpiiriläisten joukko muodostuu niistä, jotka saavat sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella. Sanamuoto ottaa huomioon eri EU-jäsenmaiden hallintoelimien erilaisuuden, kuten Suomen ja Saksan kaksiportaisen järjestelmän (hallitus, hallintoneuvosto). Yhtiön ylin johto

[579] EY tuomioistuimen tuomio C-28/99.
[580] Annola: Sisäpiirin rajat, s. 20–22.

muodostaakin sisäpiiriläisten ydinjoukon. Kyseessä on klassinen sisäpiirin määritelmä.

Toinen sisäpiiriläisten joukko koostuu niistä, jotka saavat sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan osuutensa perusteella. Säännöksessä ei mainita mitään omistuksen suuruudesta. Soveltamisalan laajuus tulee ymmärrettäväksi, kun otetaan huomioon direktiivin tarkoitus kieltää kaikenlainen sisäpiirintiedon väärinkäyttäminen. Siinä mielessä on järkevää ulottaa kielto koskemaan tasapuolisesti kaikkia osakkeenomistajia, vaikka käytännössä pienosakkeenomistajat eivät juuri koskaan saa käsiinsä mitään sisäpiirintietoa omistuksensa perusteella. Niissä maissa, joissa osakkeenomistajia pidetään ensimmäisen asteen sisäpiiriläisinä, on kuitenkin usein asetettu omistukselle joitain edellytyksiä, kuten huomattava osakkeenomistus tai osake-enemmistö taikka esimerkiksi 10 prosentin vähimmäisomistus.[581] Osakkeenomistajia on toisaalta mahdollista käsitellä myös pelkästään toisen asteen sisäpiiriläisinä[582].

Kolmas sisäpiiriläisten joukko koostuu niistä, jotka saavat sisäpiirintietoa työhönsä, ammattiinsa tai tehtäväänsä liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella. Tämä kolmas kategoria on laajin ja sisältää kaikki ne, joilla on pääsy yhtiön sisäpiirintietoon tehtävänsä perusteella. Tähän ryhmään kuuluvat erityisesti ne liikkeeseenlaskijan palveluksessa olevat henkilöt, jotka vastaavat talous-, rahoitus- tai lakiasioista taikka tutkimustoiminnasta, mutta myös muut yhtiön palveluksessa olevat työntekijät voivat kuulua tähän ryhmään. Liikkeeseenlaskijan työtekijöiden osalta ei ole mitään rajoituksia sen suhteen, onko henkilö jossain tietyssä asemassa yhtiössä vai ei. Riittävää on, että työntekijä saa sisäpiirintietoa työnsä tai tehtävänsä johdosta.[583]

---

[581] Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 76; Hopt: The European Insider Dealing Directive, s. 136–138; Pingel: The EC Directive of 1989, s. 10; Ks. Ashe: Who is an Insider? s. 76. Vaikka kaikki osakkeenomistajat Yhdistyneessä kuningaskunnassa nimellisesti kuuluvat ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin, niin muut kuin määräävässä asemassa olevat osakkeenomistajat on käytännössä suljettu soveltamisalan ulkopuolelle.

[582] Ks. Astola: Finland (Insider Trading), s. 241. Astola toteaa, että Suomen osakeyhtiölain mukaan suurilla osakkeenomistajilla ei ole muihin osakkeenomistajiin nähden etuoikeuksia saada tietoa yhtiön toiminnasta. Suomessa ei siksi ole pidetty mahdollisena katsoa suurta osakkeenomistusta sisäpiiriläisyyden presumptioksi.

[583] Ks. Hopt: The European Insider Dealing Directive, s.136. Hoptin mukaan niitä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä, jotka ammattinsa tai asemansa johdosta ovat lähellä sisäpiirintiedon lähdettä, kutsutaan joskus myös nimellä company insiders. Hän pitää kuitenkin nimitystä ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen (primary insider) osuvampana, koska company insider on liian kapea-alainen. Hoptin mukaan näistä henkilöistä voisi myös hyvin käyttää nimitystä professional insiders, koska he saavat sisäpiirintietoa ammattinsa (profession) perusteella.

Ks. myös Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 178. Hän käyttää niistä yhtiön luottamus- ja toimihenkilöistä, jotka voivat ottaa osaa arvopaperin arvoon vaikuttavien päätösten tekoon, nimitystä yhtiön sisäpiiri (corporate insiders). Samaan ryhmään luetaan hänen mukaansa myös ne henkilöt, joilla on ainakin mahdollisuus saada tällaisista päätöksistä tieto ennen ulkopuolisia.

Samaan kategoriaan kuuluu lisäksi pankkiireita, lakimiehiä, tilintarkastajia sekä muita sellaisia henkilöitä, jotka eivät ole vakituisesti yhtiön palveluksessa, mutta kuitenkin lähellä sitä toimeksiantosuhteen tai muun sopimussuhteen perusteella. Tällainen suhde voi olla usein pitkäaikainen, mutta myös lyhytaikaisissa toimeksiantosuhteessa olevat henkilöt kuten erilaiset yritys- ja liikkeenjohdonkonsultit, mainostoimistojen edustajat ja investointipankkiirit voivat saada sisäpiirintietoa toimeksiantojensa hoitamista varten.[584]

Kolmanteen ryhmään kuuluvia muita ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä voivat olla myös henkilöt, joiden sisäpiiriläisyys ei ole lainkaan riippuvainen luottamuksellisesta työ- tai sopimussuhteesta liikkeeseenlaskijaan tai joilla olisi sopimukseen perustuva salassapitovelvollisuus sen hyväksi. Tällaisia yhtiön ulkopuolisia henkilöitä, jotka eivät suoranaisesti liity mitenkään liikkeeseenlaskijaan, mutta saattavat päästä työnsä tai ammattinsa puolesta liikkeeseenlaskijaan liittyvään sisäpiirintietoon käsiksi taikka joiden tekemillä yksittäisiä yhtiötä koskevilla ratkaisuilla voi olla vaikutusta yhtiön arvopaperin arvoon tai hintaan, voivat olla muun muassa pörssin työntekijät, verovirastojen, Kilpailuviraston tai Rahoitustarkastuksen virkamiehet taikka tuomioistuimen tuomarit.

Sisäpiirintiedon määritelmään kuuluu myös tieto, joka koskee arvopaperimarkkinoita tai tiettyä toimialaa kokonaisuudessaan. Tästä johtuen ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin voidaan lukea kuuluviksi keskuspankkien henkilöstöä siltä osin, kun heillä saattaa olla etukäteistietoa päätöksestä muuttaa viitekorkoa. Kansanedustajia ja ministeriöiden henkilökuntaa saattaa kuulua tähän kategoriaan heidän valmistellessaan esimerkiksi vero- tai yhteisölainsäädännön olennaisia muutoksia.[585] Näille henkilöryhmille on kuitenkin yhteistä se, että niillä oleva sisäpiirintieto ei useimmiten koske mitään yksittäistä liikkeeseenlaskijaa vaan koko markkinoita yleensä.

Näiden ohella markkinoiden ammattilaisilla, kuten arvopaperinvälittäjillä, saattaa aika ajoin olla mahdollisuus käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen. Näissä tapauksissa sisäpiirintieto ei ole välttämättä lähtöisin yhtiöstä vaan toisista sijoittajista. Meklari voi olla oman toimeksiantotilanteensa perusteella tietoinen siitä, millainen jonkin tietyn arvopaperin kysyntä ja tarjonta tulee olemaan markkinoilla hetken kuluttua ja mihin suuntaan arvopaperin hinta on sen johdosta lyhyellä tähtäimellä menossa. Samoin asiasta voi olla tietoinen arvopaperinvälittäjän johtoon kuuluva henkilö, jonka tiedot perustuvat välittäjän kokonaistoimeksiantotilanteeseen. Vastaavanlaisessa tilanteessa saattavat joskus olla pörssin tai muun arvopaperien markkinapaikan työntekijät, jos heillä työtehtäviensä vuoksi on tiedossaan markkinoiden kokonaistilannetta koskevaa yksit-

---

[584] Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 179. Astolan mukaan näistä käytetään toisinaan nimitystä "näennäis-sisäpiiriläiset" (quasi insiders).

Ks. myös Timonen: Lausunto ehdotuksesta hallituksen esitykseksi (AML) jne., s. 3. Näennäiseen sisäpiiriin kuuluvat lähinnä markkina-ammattilaiset.

[585] HE 254/1998 vp, s. 34.

täisten arvopaperien hintakehitykseen vaikuttavaa tietoa.[586] Arvopaperinvälittäjien ja markkinapaikkojen henkilökunnan lisäksi markkinasisäpiiriläisinä saatetaan pitää myös taloustoimittajia, joiden kirjoittamilla artikkeleilla voi joissain tapauksissa olla tosiasiallinen ja välitön vaikutus markkinoihin.

> USA:ssa tuomittiin Wall Street Journalin kolumnisti sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, koska hän antoi joillekin henkilöille etukäteen tietoa kirjoittamastaan, mutta vielä julkaisemattomasta artikkelista ja tiedon saaneet käyttivät tietoa hyväkseen arvopaperikaupassa ennen artikkelin julkaisemista. Kolumnistin artikkelit olivat tunnettuja siitä, että minkä tahansa osakkeen saama suositus hänen artikkelissaan nosti yleensä osakkeen kurssia. Kuitenkin kyseessä oli vain kolumnistin omat mielipiteet eikä suinkaan tiedot, joita olisi saatu joltain yhtiön sisäpiiriläiseltä. Kolumnistin saama tuomio perustui lähinnä siihen, että hän oli käyttänyt Wall Street Journalin luottamuksellista liiketietoa omaksi edukseen.[587]

Yhteinen nimittäjä kaikille edellä mainituille tahoille on se, että he saavat sisäpiirintietoa työnsä tai ammattinsa harjoittamisen vuoksi. Se kuka kuuluu tähän kategoriaan, voidaan todeta kysymällä, onko kyseessä olevalla henkilöllä pääsy sisäpiirintietoihin ja johtuuko pääsy hänen työstään, ammatistaan tai tehtävästään.[588] Neljäs ja kokonaan uusi ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten ryhmä on tullut markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin mukana ja se koskee henkilöitä, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa rikollisen toiminnan kautta.

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 2 artiklan 2 kohta saattaa myös oikeushenkilöt ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten joukkoon, jos joku edellä mainituista neljään ryhmään kuuluvista tahoista on yhtiö tai muu oikeushenkilö. Tällöin sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto koskee niitä luonnollisia henkilöitä, jotka tämän oikeushenkilön puolesta osallistuvat kyseisestä liiketoimesta päättämiseen. Oikeushenkilöitä, jotka voivat 2 artiklan mukaan olla ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä, ovat esimerkiksi samaan konserniin kuuluvat yhtiöt osakkeenomistuksensa perusteella[589].

---

[586] Ks. Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 180. Hän käyttää tästä ryhmästä nimitystä "markkinasisäpiiri" (market insiders).

[587] Ks. Ashe: Who is an Insider? s. 77; Carpenter v U.S., 484 U.S. 19, 1987.

[588] Rider-Ashe: The Insider Dealing Directive, s. 36–37.

[589] Ks. Hopt: The European Insider Dealing Directive, s. 138. Hoptin tulkinnan mukaan sisäpiiridirektiivin 2 artiklan sanamuoto "liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan osuutensa perusteella" edellyttää suoraa eikä välillistä osakkeen omistusta. Joten kyseeseen voivat tulla lähinnä tilanteet, joissa emoyhtiö omistaa suoraan tytäryhtiötä tai tytäryhtiöt, jotka omistavat vastavuoroisesti toinen toisiaan, mutta ei sellainen tilanne, jossa emoyhtiöllä ei ole suoraa omistusta tytäryhtiön tyttärestä. Hopt viittaa tulkintansa tueksi rikosoikeuteen liittyvään analogiakieltoon syytetyn vahingoksi. Emoyhtiö – tytäryhtiö – tytäryhtiön tytär tilanteessa olisi kyse toisen asteen sisäpiiriläisyydestä.

Vrt. Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 77. Wymeersch toteaa, että eri maissa sisäpiirisääntelyjä tehtäessä on yleensä ollut mielessä ainoastaan luonnolliset henkilöt.

1.2.2 Toisen asteen sisäpiiriläiset

Toisen asteen sisäpiiriläisillä tarkoitetaan markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 4 artiklan mukaisia vihjeen saajia. Vihjeen saajiksi luetaan kaikki ne henkilöt, jotka eivät kuulu ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin, mutta jotka tietävät tai joiden pitäisi tietää, että heillä on hallussaan sisäpiirintietoa. Toisen asteen sisäpiiriläisiä voivat olla muun muassa ensimmäisen asteen sisäpiiriläisen ystävät, lähiomaiset tai liikekumppanit, joilla itsellään ei ole suoraa pääsyä sisäpiirintietoon. Toisen asteen sisäpiiriläisten henkilöpiiri voikin helposti muodostua hyvin laajaksi, koska vihjeen saajat saattavat ketjuuntua siten, että yksi vihjeen saaja on saanut tietonsa toiselta vihjeen saajalta.

Aiemmin voimassa ollut sisäpiiridirektiivi edellytti lisäksi sitä, että vihjeen saaja ymmärsi tiedon lähteenä voivan suoraan tai välillisesti olla vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen. Vastaavasti AML:n aiempi säännös sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellosta viittasi vihjeen saajiin viimeisessä lauseessa toteamalla säännöksen koskevan myös henkilöä, jonka oli syytä epäillä, että tieto oli ilmaistu tai paljastettu luvattomasti tai vahingossa[590]. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi ei enää edellytä vihjeen saajalta mainittuja seikkoja vaan ainoastaan sitä, että hän ymmärtää vihjeen olevan sisäpiirintietoa.

Suurimmassa osassa EU:n jäsenmaita vihjeen saajat rinnastetaan ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin ja he ovat samalla tavalla sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon alaisia kuin ensimmäisen asteen sisäpiiriläisetkin.[591] Suomen nykyinen rikoslain säännös sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ei edellytä, että tieto olisi saatu aseman, toimen tai tehtävän perusteella, vaan se määrittelee sisäpiiriläiseksi kenet tahansa, jolla on sisäpiirintietoa ja joka käyttää sitä hyväkseen riippumatta siitä, miten tai mistä tieto on saatu. Sillä seikalla, onko tieto paljastettu luvattomasti tai vahingossa ja onko tekijä tietoinen näistä seikoista, ei ole merkitystä, jos tekijä on mieltänyt tiedon olevan sisäpiirintietoa. Keskeinen edellytys on siis se, että tiedon hyväksikäyttäjä mieltää kyseessä olevan sisäpiirintiedon tai on ollut asian suhteen törkeän huolimaton.[592]

Sääntely muissa maissa
Ruotsissa varsinaiset sisäpiiriläiset määritellään sisäpiiririkoslain 2 §:ssä. Sen mukaan sisäpiirikaupan kielto koskee kaikkia niitä henkilöitä, joiden työhön, tehtävään tai muuhun toimeen normaalisti kuuluu, että he saavat tietoa olosuhteista, joilla on merkitystä finanssi-instrumenttien kursseihin ja

---

[590] Ks. Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 189. Milloin vihjeen saajan oli syytä epäillä tiedon olleen paljastettu luvattomasti tai vahingossa, oli pääteltävissä lähinnä olosuhteista. Sisäpiirintiedon luvaton paljastaminen oli kyseessä ainakin silloin, kun henkilö rikkoi asemaan, sopimukseen tai lakiin perustuvan salassapitovelvollisuutensa.
[591] Wymeersch: The Insider Trading Prohibition in the EC member States, s. 85–86.
[592] HE 254/1998 vp, s. 20–23.

jotka tämän tehtävänsä johdosta ovat saaneet sisäpiirintietoa. Kielto on ulotettu koskemaan myös niitä henkilöitä, jotka ovat saaneet sellaista yhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa, jonka osakkeita he omistavat[593]. Tekijäpiirin jaottelu seurailee tältä osin paljolti sisäpiiridirektiivin määritelmää samoin kuin Suomessa aiemmin voimassa ollut sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto, joka oli sijoitettu arvopaperimarkkinalakiin. Sisäpiiridirektiivin ja Ruotsin sisäpiirisäännöksen eroista huomio kiinnittyy lähinnä siihen, että direktiivi mainitsee kiellon koskevan myös "jokaista, jolla... liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan osuutensa perusteella... on hallussaan sisäpiirintietoa". Ruotsalainen säännös ei näyttäisi edellyttävän sitä, että sisäpiirintieto on saatu tämän omistusosuuden perusteella, vaan riittävää olisi yksinkertaisesti sellaista yhtiötä koskevan sisäpiirintiedon saaminen, jota henkilö omistaa, riippumatta siitä, onko tieto saatu juuri tämän omistuksen perusteella vai ei.

Sisäpiiririkoslain 7 §:ssä kielletään ensimmäisen asteen sisäpiiriläistä, joka on saanut yhtiötä koskevaa sisäpiirintietoa, oikeudettomasti ilmaisemasta sitä muille.[594] Osakkeenomistajia koskevalta osalta säännös on näytön kannalta ongelmattomampi kuin vastaava sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohta, joka kieltää ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä ilmaisemasta sisäpiirintietoa sivulliselle, jollei se tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn tai tehtävän suorittamista. Artiklan viittauksen kohteena oleviin ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin kuuluvat osakkeenomistajista ainoastaan ne, joilla on omistuksensa perusteella hallussaan sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon ilmaisukielto ei siten koske niitä osakkeenomistajia, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa muulla kuin omistuksensa perusteella. Tältä osin 7 §:n kohdalla näyttötaakka on direktiiviä helpommin saavutettavissa, koska säännös ei edellytä sen näyttämistä, että tieto olisi saatu omistuksen perusteella.[595]

Sisäpiiririkoksesta voidaan tuomita 3 §:n mukaan myös sellainen henkilö, joka muulla kuin 2 §:ssä mainitulla tavalla on saanut sisäpiirintietoa, jonka on jonkun 2 §:ään kuuluvan täytynyt ilmaista tai joka muutoin on oikeudettomasti paljastunut. Säännös on vihjeen saajia koskeva pykälä. Sisäpiiririkoksen kannalta ei siten ole mitään merkitystä sillä, millä perusteella henkilö on tietonsa saanut, koska sisäpiirintietoa ei saa kukaan käyttää omaksi tai toisen hyväksi eikä neuvoakseen toista arvopaperikaupassa, oli tiedon sitten saanut suoraan yhtiöltä tai oikeudettomasti joltain muulta.

Tekijäpiirin rajaamisessa Norja on irrottautunut sisäpiiridirektiivin muotoiluista. Se ei pyri määrittelemään sitä henkilöpiiriä tai niitä tehtäväalueita, joiden kautta sisäpiirintietoa on mahdollisesti saatu. Tekijänä voi arvopaperikauppalain 2-1 §:n perusteella olla kuka tahansa julkistamatonta arvopaperin arvoon vaikuttavaa tietoa saanut. Koska tekijä voi säännöksen mukaan olla kuka tahansa, ei mitään erityisiä vihjeen saajia koskevaa omaa kieltoa ole tarvittu. Säännöksessä kielletään myös ketään yllyttämästä tai kannustamasta toista kaupankäyntiin hallussaan olevan sisäpiirintiedon perusteella. Suo-

---

[593] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 67. Osakeomistukselle ei ole asetettu mitään suuruusluokkaa.

[594] Ks. 2000/01:JuU4, s. 4. Ilmaisukieltoa koskeva säännös on uusi Ruotsin lainsäädännössä

[595] Ks. sisäpiiririkoslain 7 § "... Detsamma gäller den som fått insiderinformation beträffande ett aktiebolag i vilket han eller hon äger aktier och som obehörigen röjer sådan information."

messa yllyttäminen tulee arvioitavaksi rikoslain yleisen osan säännöksen (RL 5:5) mukaan eikä yllyttämisestä siten erikseen mainita RL 51 luvussa. Ruotsin sisäpiiririkoslaissa ei myöskään ole vastaavaa erillistä yllytyskieltoa.

Arvopaperikauppalain 2-2 §:ssä on kielletty niitä henkilöitä, jotka ovat omistuksensa, työnsä, tehtävänsä tai asemansa perusteella saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa, ilmaisemasta tätä tietoa kolmansille osapuolille. Säännös vastaa sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohdassa ja Ruotsin sisäpiiririkoslain 7 §:ssä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisille asetettuja kieltoja tarpeettomasta sisäpiirintietojen ilmaisemisesta. Edellä mainittuja henkilöitä kielletään tietojensa avulla myös neuvomasta muita finanssi-instrumenttien kaupassa. Tämä 2-2 §:n nimenomaisesti vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä koskeva neuvomiskielto noudattaa sisäpiiridirektiivin 3 artiklan b) kohdan mukaista minimisääntelyä. Todennäköistä on, että arvopaperikauppalain 2-1 §:ssä olevaa yllyttämiskieltoa ei ole käytännössä tarkoitettu tulkittavan niin, että se tosiasiassa kieltäisi kaikilta yllyttämisen lisäksi myös toisten neuvomisen sisäpiirintiedon avulla.[596] Sisäpiiridirektiivin 6 artiklan mukaisesti on esimerkiksi Suomessa neuvomiskielto ulotettu koskemaan kaikkia henkilöitä ja samalla tavalla Ruotsissa on todettu neuvomiskiellon koskevan myös toisen asteen sisäpiiriläisiä eli vihjeen saajia.

Tanskan lainsäädännössä on päädytty Norjan tavoin yleiseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaan rangaistussäännökseen. Arvopaperikauppalain 35(1) §:n perusteella tekijänä voi olla kuka tahansa henkilö, jolla on sisäpiirintietoa, mukaan lukien vihjeensaajat. Säännös kieltää kaikilta myös kaupankäyntisuositusten antamisen sisäpiirintiedon perusteella.

Vastaavasti lain 36(1) §:ssä oleva sisäpiirintiedon ilmaisukielto on siten avoin, ettei sitä ole rajattu mihinkään tiettyyn henkilöpiiriin. Säännöksessä kielletään kaikkia henkilöitä, joilla on sisäpiirintietoa hallussaan, ilmaisemasta tuota tietoa kenellekään, ellei se tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamista. Säännös vastaa sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohdassa ja Ruotsin sisäpiiririkoslain 7 §:ssä sekä Norjan arvopaperikauppalain 2-2 §:ssä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisille asetettua kieltoa tarpeettomasta sisäpiirintietojen ilmaisemisesta, mutta sen lisäksi tanskalainen säännös ulottaa kiellon koskemaan myös toisen asteen sisäpiiriläisiä. Tanskalaiset ovat käyttäneet hyväkseen sisäpiiridirektiivin 6 artiklaa, jonka mukaan jäsenvaltiot voivat erityisesti laajentaa sekä kyseisen ilmaisukiellon että neuvomiskiellon koskemaan myös vihjeen saajia.

Tekijäpiiri on määritelty Saksassa arvopaperikauppalain13(1) §:ssä, joka on lähes täysin sisäpiiridirektiiviä vastaavalla tavalla muotoiltu. Säännöksen mukaan sisäpiirikaupankielto koskee jokaista, jolla liikkeeseenlaskijan johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella, liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan omistusosuutensa perusteella taikka ammattiinsa, työhönsä tai tehtäväänsä liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella on hallussaan

---

[596] 2-1 §:ssä käytetään sanaa tilskyndelse, joka tarkoittaa yllyttämisen lisäksi myös aiheuttamista. Ks. myös Ot prp nr 29, Norge, s. 28, jossa Norjan Pankkiyhdistys kiinnitti huomiota muun muassa siihen, että määrittelyissä ei (alun perin) tehty eroa yllyttämisen (tilskyndelse) ja neuvonannon (rådgivning) välille.

sisäpiirintietoa. Siltä osin kuin on kyse niistä henkilöistä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan omistusosuutensa perusteella, on sisäpiirintiedon saannin syynä täytynyt olla nimenomaan mainittu omistusosuus. Omistusosuuden katsotaan olleen sisäpiirintiedon saannin peruste, jos tietoa ei olisi ilman sitä saatu. Verrattuna vastaavaan ruotsalaiseen säännökseen erona on se, että ruotsalainen säännös ei edellytä sisäpiirintiedon saamista juuri tämän omistusosuuden perusteella, vaan riittävää on sisäpiirintiedon saanti yleensä riippumatta siitä, millä perusteella tieto on saatu. Mitään omistusosuuden vähimmäismäärää ei säännöksen sovellettavuudelle ole asetettu.[597]

Arvopaperikauppalain 14(1) §:n mukaan edellä mainittuja ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä on, sisäpiirintiedon hyväksikäytön kiellon lisäksi, kielletty ilmaisemasta sisäpiirintietoa sivullisille ilman lupaa taikka sisäpiirintiedon perusteella suosittelemasta sivullisille arvopaperien hankkimista tai luovuttamista. Lain 14(2) §:ssä on erikseen vihjeen saajiin liittyvä kielto, joka on rajattu koskemaan vain sisäpiirintiedon hyväksikäyttöä arvopaperikaupassa omaan tai toisen lukuun. Vihjeen saajia koskevan kiellon johdosta tekijäpiiri laajenee tosiasiassa kaikkiin henkilöihin, jotka käyttävät sisäpiirintietoa hyväksi.

Ranskassa sisäpiiririkokseen voivat syyllistyä lain 465-1 § 1:n mukaan yhtiön toimitusjohtaja, johtajat, hallituksen jäsenet, johtotehtäviä hoitavat luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt pysyvine edustajineen, hallintoneuvoston jäsenet sekä puolisot, jotka eivät ole laillisesti erossa.[598] Näiden henkilöiden presumoidaan yleensä ymmärtäneen hallussaan olevan tiedon sisäpiiriluonteen arvopaperikauppoja tehdessään[599]. Saman säännöksen mukaan sisäpiiriläisiä ovat myös ne henkilöt, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa tai joilla on pääsy sisäpiirintietoon ammattinsa tai tehtävänsä johdosta. Tämän määrittelyn perusteella ovat sisäpiiririkoksesta joutuneet vastuuseen muun muassa taloustoimittaja, analyytikko ja aktuaari.

Sisäpiiriläisiä on 465-1 § 2:ssa kielletty ilmaisemasta sisäpiirintietoa sivullisille, ellei se tapahdu osana henkilön tavanomaisen työn suorittamista. Lain 465-3 §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja sen luvattomasta ilmaisemisesta voidaan rangaista myös oikeushenkilöä. Sisäpiiririkoksesta ei kuitenkaan voida tuomita 465-1 § 1:n perusteella niitä henkilöitä, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiltä ja jotka ovat sen jälkeen käyttäneet saamaansa tietoa hyväkseen arvopaperikaupoissa. Näitä vihjeen saajia on sen sijaan tuomittu joissain tapauksissa varastetun tavaran vastaanottamista koskevan säännöksen nojalla.[600]

---

[597] BAWe-Deutshe Börse, s. 15.

[598] Lain Code monétaire et financier, 465-1 § 1 kohta viittaa lakiin Code de commerce ja sen 225–109 §:ään, jossa luetellaan mainitut henkilöt: le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions ainsi que les conjoints non séparés de corps des personnes précitées.

[599] Ks. Tribunal de Grande Instance de Paris, 3.12.1993. Gazette du Palais, 27–28.5.1994.

[600] Gaillard: France (Insider Trading), s. 63; Steinberg: International Securities Law, s. 138.

Sisäpiiririkkomuksen tekijäpiiri määräytyy COB:n määräyksen 90-08 mukaan. Määräyksen 2 artikla sisältää käytännössä samat yhtiön johtoon ja työntekijöihin kuuluvat henkilöt kuin lain 465-1 § 1. Sisäpiiririkkomuksen tekijäpiiriin voi myös kuulua määräyksen 3 artiklan mukaan sellaiset henkilöt, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa taloudellisten operaatioiden suunnittelun ja toteuttamisen johdosta sekä määräyksen 4 artiklan mukaiset henkilöt, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa ammattinsa tai tehtävänsä suorittamisen perusteella. Lisäksi 5 artikla tuo soveltamisalaan mukaan kaikki henkilöt, jotka arvopaperikauppoja tehdessään tietävät omaavansa sisäpiirintietoa, joka on saatu joko suoraan tai välillisesti joltain edellä mainitulta ensimmäisen asteen sisäpiiriläiseltä. COB:n määräyksessä sisäpiirintietojen ilmaisukielto käsittää kaikki muut henkilökategoriat paitsi 5 artiklan vihjeen saajat.

Yhdistyneen kuningaskunnan rikoslain 57 §:ssä on määritelty sisäpiiriläiset. Tämän säännöksen mukaan henkilö on sisäpiiriläinen, jos hänellä on sisäpiirintietoa ja hän tietää sen. Lisäksi edellytetään, että hän tietää saaneensa sen sisäpiirilähteestä. Tieto on saatu sisäpiirilähteestä, jos se on saatu toimimalla liikkeeseenlaskijan palveluksessa johtajana tai työntekijänä tai olemalla yhtiön osakkeenomistaja taikka pääsemällä käsiksi sisäpiirintietoon työn, viran tai ammatin kautta. Myös niissä tapauksissa tieto katsotaan olevan peräisin sisäpiirilähteestä, jos tieto on saatu suoraan tai epäsuorasti joltain edellä mainitulta henkilöltä[601]. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevassa FSMA 118 §:ssä ei pyritä määrittämään sisäpiiriläisiä, vaan sen perusteella kuka tahansa henkilö voi syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Säännös koskee sekä luonnollisia henkilöitä että oikeushenkilöitä ja siihen voi syyllistyä henkilö yksin taikka kaksi tai useampi yhdessä.[602]

Rikoslain 52 §:n mukaan sisäpiiririkoksen tekijänä pidetään myös sellaista henkilöä, joka rohkaisee toista käymään kauppaa tai ilmaisee sisäpiirintietoa toiselle muutoin kuin osana henkilön tavanomaisen työn suorittamista. Vastaavasti FSMA 123(1)(b) §:n perusteella voidaan rangaista sitä, joka on pyytänyt tai rohkaissut toista henkilöä toimimaan sellaisella tavalla, että pyytäjä itse toimiessaan kyseisellä tavalla syyllistyisi sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Vertailussa on tunnusmerkistötasolla mielenkiintoinen eroavaisuus tekijäpiirin määrittelyssä. Suomen lisäksi Norja, Tanska ja Yhdistynyt kuningaskunta eivät jaottele tekijöitä ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläisiin, kun taas Ruotsi, Saksa ja Ranska jaottelevat. Tekijäpiirin jaottelusta huolimatta kaikissa maissa säännös kuitenkin kattaa pääsääntöisesti samanlaiset teot riippumatta siitä, kuka tekoon on syyllistynyt. Norjan ja Yhdistyneen kuningaskunnan lainsäädännöt tuntevat kuitenkin jaottelun. Norjassa sisäpiirintiedolla neuvominen ja sen ilmaiseminen on kielletty vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiltä. Yhdistyneen kuningaskunnan rikoslaissa on tekijäpiiri periaatteessa avoin, mutta jaottelua käytetään sisäpiirilähteen määrittämiseen. Tieto on saatu sisäpiirilähteestä, jos se on saatu olemalla ensimmäisen asteen

---

[601] Ks. Ashe: Who is an Insider? s. 79–80. Vihjeen saajan ei tarvitse tietää vihjeen antajan henkilöllisyyttä.

[602] Ks. FSA: Enforcement Manual kohta 14.1.1G; FSA: Code of Market Conduct 1.1.1G ja 1.1.3G; Blyth: Regulation of Financial Services in the UK, s. 414.

sisäpiiriläinen tai tällaiselta suoraan tai epäsuorasti saatu. USA:ssa sisäpiiriläisten määrittely tapahtuu eri teorioiden kautta, jotka sisältävät lähinnä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisille tyypillisiä luottamuksellisen suhteen vaatimuksia. Teorioilla katetaan kuitenkin myös toisen asteen sisäpiiriläiset.

1.3 TURVASATAMAOPPI RANGAISTAVUUDEN RAJAAMISESSA

1.3.1 Turvasataman määritelmä

Turvasataman (safe harbour) määritelmällä ei ole tarkasti vakiintunutta käyttöalaa, vaan se on lähinnä yleisnimitys erilaisista ennakolta suojaa antavista säännöksistä.[603] Turvasatamasäännösten ideana on määritellä sellaiset tilanteet ja olosuhteet taikka antaa sellaiset menettelytapaohjeet,[604] joita noudattamalla tunnusmerkistön mukaista tekoa ei pidetä kiellettynä. Kyse on siitä, että teon ei katsota vallitsevissa olosuhteissa vastaavan tunnusmerkistön mukaista vääryystyyppiä.

Osassa turvasatamasäännöksiä on kyse erilaisista *markkinaolosuhteisiin* liittyvistä toimista ja tapahtumista, joita ei pidetä kiellettyinä ja joille siksi myönnetään suojaa sisäpiirikauppoja koskevasta kiellosta. Niiden lisäksi saattaa olla myös muunlaisia laissa esiintyviä turvasatama-tyyppisiä säännöksiä, jotka suomalaisen sääntelyn systematiikan näkökulmasta näyttäisivät liittyvän enemmänkin *todistustaakkaan* ja henkilön *mielentilaan* taikka olevan muuten pelkkiä *tulkintaohjeita*. Viimeksi mainittuja tulkintaohjeita lukuun ottamatta näissä muissa suojasäännöksissä ei ole mahdollista antaa samanlaisia etukäteiskriteerejä kuin markkinaolosuhteisiin liittyvissä turvasatamasäännöksissä.[605]

Turvasatamasäännökset liittyvät lähinnä sellaiseen lainsäädäntösystematiikkaan, jossa tunnusmerkistön mukaisuuden täyttyminen perustuu lähtökohtaisesti ulkonaisiin kriteereihin. Esimerkiksi sisäpiirintiedon väärinkäytössä teon täyttymiseen riittäisi, että henkilöllä olisi hallussaan sisäpiirintietoa kaupanteon hetkellä ilman että hyötymistarkoitusta tai tiedon hyväksikäyttöä olisi erikseen

---

[603] Yleisesti turvasatamasäännöksistä katso muun muassa Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5 ja 9; CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 106–126; Sisäpiiridirektiivin johdanto-osa; Yhdistynyt kuningaskunta: Criminal Justice Act (CJA) 1993, 53 § ja Schedule 1; FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.19E; FSA: Market Abuse CP 10 part 1 ja part 2; FSA: Market Abuse CP 59; FSA: Draft Code of Market Conduct CP 76 liite A; Ruotsi: sisäpiiririkoslaki (Insiderstrafflag 2000:1086) 8 § sekä Yhdysvallat: SEC Rule 10b5-1.

[604] Ks. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 357.

[605] Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing, s. 92–103, joka käyttää jakoa "general defences" ja "special defences", joista edellinen on sama kuin section 53 (CJA) ja vastaa osaltaan näitä muita turvasatama -tyyppisiä säännöksiä. Jälkimmäinen eli "special defences" on section 53(4) Schedule 1 (CJA) ja vastaa osaksi markkinaolosuhteisiin liittyviä turvasatamasäännöksiä.

näytettävä toteen. Sääntelyssä siten käytännössä presumoidaan sisäpiirintiedon hyödyntäminen.[606] Angloamerikkalaisessa oikeudessa todistustaakka turvasataman olemassaolosta katsotaan lähtökohtaisesti olevan sillä, joka siihen vetoaa. Turvasatamien lisäksi mainitun tyyppisissä lainsäädäntösystematiikoissa lienee mahdollista hyväksyä myös muunlaisia puolustuskeinoja.[607]

1.3.2 Markkinaolosuhteisiin liittyvät turvasatamasäännökset

Kansainvälisesti yksi yleinen suojaan oikeuttava säännös koskee tilanteita, joissa henkilöllä on lakiin, sopimukseen tai viranomaisen määräykseen perustuva velvollisuus käydä kauppaa. Lisäedellytyksenä on usein se, että kyseinen velvollisuus oli olemassa ennen kuin henkilö sai sisäpiirintietoa haltuunsa. Suomessa tällaista säännöstä ei ole, mutta samaa asiaa ajaa hallituksen esityksessä mainittu esimerkki, jossa puhutaan sisäpiiriläisten, kuten hallituksen jäsenten, velvollisuudesta myydä yhtiön osakkeet tilanteessa, jossa lainsäädäntö velvoittaa yhtiön määräajassa luopumaan tietyistä osakkeista.[608]

Toinen yleinen suojasäännös koskee ostotarjouksia edeltäviä arvopaperihankintoja, kun hankintojen suorittaja on itse kyseisen ostotarjouksen tekijä tai hänen puolestaan toimiva. Tällöin suojan saannin edellytyksenä on, että tarjousta edeltävät hankinnat suoritetaan ainoastaan tulevan ostotarjouksen helpottamiseksi ja vain tarjouksen tekijän puolesta ja hyväksi.[609]

Turvasatamasäännöksiin kuuluu myös säännös, jossa todetaan välittäjän palveluksessa olevien meklareiden voivan toteuttaa asiakkaan toimeksiannot, vaikka meklarilla itsellään olisikin sisäpiirintietoa. Kyseessä on niin sanottu "execution-only" -toiminta, jossa meklarilla ei ole mitään muuta osaa sijoituksen teossa kuin sen toteuttaminen annettujen ohjeiden mukaisesti. Meklari

---

[606] Ks. esim. SEC:n rule § 240.10b5-1(b) ja (c). Systematiikaltaan SEC:n sisäpiirisäännös poikkeaa suomalaisesta, koska SEC:n säännös toteaa kauppojen tulleen tehdyksi sisäpiirintiedon perusteella, jos kaupankävijä oli tietoinen (aware) sisäpiirintiedosta kaupantekohetkellä. Tämä presumptio tarvitsee vastineeksi selkeät turvasatamasuojat.

Ks. myös Salminen: Velallisen rikos, s. 82–83, Suomessa esitetyistä tahallisuuspresumptioista.

[607] Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing, s. 93. Puolustukselle asetettu todistustaakka "todennäköisyyksien punninta" (the balance of probabilities) on vähäisempi, kuin mitä syyttäjältä vaadittu näyttö (beyond a reasonable doubt). Vastaajan on mahdollista vapautua taakasta näyttämällä todennäköiseksi se, mitä on pyydetty todistamaan.

Ks. myös Dine: European Foundations, s. 10. Todistustaakan osalta jokainen puolustus edellyttää, että vastaaja näyttää relevantit seikat.

[608] Ks. HE 254/1998 vp, s. 21.

[609] Ks. Ostotarjouksista enemmän luvussa III 4.4.2.

Ks. myös FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.28C, jossa säännös on ulotettu koskemaan ostotarjousten lisäksi myös muita markkinaoperaatioita, jolloin kyseeseen tulevat lisäksi osakkeiden myynnit.

toimii samalla tavoin vain välineenä kuin esimerkiksi Internet silloin, kun sijoittaja antaa toimeksiantonsa suoraan Internetin kautta.[610] Sisäpiirintiedon olemassaolosta huolimatta sallittua on myös markkinatakaajan toiminta silloin, kun markkinatakaaja toimii vilpittömässä mielessä vain toteuttaakseen sopimuksen mukaista velvoitettaan markkinatakauksesta. Tätä sopimusta täyttäessään markkinatakaaja ei kuitenkaan saa millään tavalla käyttää hallussaan olevaa sisäpiirintietoa hyväkseen.[611]

Johdannaissopimus, joka oikeuttaa tai velvoittaa tiettynä aikana joko ostamaan tai myymään kohde-etuuden taikka saamaan tai maksamaan erotuksen rahassa, on sisäpiirintiedosta huolimatta mahdollista toteuttaa sopimuksen päättyessä. Tällöin on luonnollisesti edellytyksenä, ettei johdannaisen sopimishetkellä käytetty sisäpiirintietoa hyväksi.[612]

Johdannaissopimuksesta johtuvan velvollisuuden toteuttamisen salliminen sisäpiirintiedosta huolimatta on selvää, mutta johdannaiseen liittyvän oikeuden osalta on mahdollista päätyä toiseenkin lopputulokseen. Johdannaiseen liittyvässä oikeudessa voidaan nähdä kaksi vapaata tahdontoiminnan hetkeä. Henkilö voi vapaasti päättää sekä johdannaissopimuksen solmimisesta että myös sen myöhemmästä toteuttamisesta. Vaikka henkilö olisi ollut vilpittömässä mielessä ostaessaan esimerkiksi osto-option ja saanut sisäpiirintietoa haltuunsa vasta sen jälkeen, hänellä on joka tapauksessa vapaus olla toteuttamatta optiota ja siten olla hyötymättä hallussaan olevasta sisäpiirintiedosta. Velvollisuuden kyseessä ollessa henkilöllä on vapaus päättää ainoastaan siitä, solmiiko hän alun perin sopimusta vai ei. Toteuttamisen osalta hänellä ei ole enää vastaavaa valinnan vapautta.

Lienee kuitenkin kohtuutonta ajatella, että henkilö, joka oli vilpittömässä mielessä option hankintahetkellä, ei saisi toteuttaa sitä edes sen päättymispäivänä, koska hän myöhemmin sai sisäpiirintietoa haltuunsa.[613] Näin on erityisesti silloin, kun kyse on "plussalla" olevasta optiosta, jonka henkilö olisi toteuttanut

---

[610] Ks. Valtionsyyttäjän päätös 00/1035 (s. 6), jossa henkilön tahallisuutta katsottiin vähentävän tarkoitus toimia osakekaupan osapuolten aikaisemmin tekemien päätösten perusteella. Henkilön ostotoimeksiantojen antamisen perusteena ei ollut pääasiallisesti sisäpiirintieto, vaan hän oli saanut valtuutuksen toimeksiannoille. Päätöksestä ilmenee kuitenkin, ettei kyse ollut mistään execution-only tilanteesta, jossa henkilö olisi ollut vain ostotoimeksiantoja toteuttava instrumentti, vaan henkilöllä oli ollut myös valtaa toimeksiannosta päätettäessä sen toteuttamisen lisäksi.

[611] Ks. HE 254/1998 vp, s. 36; 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 18); Ruotsin sisäpiiririkoslain 8 § 1 kohta; Tanskan arvopaperikauppalain 35(3) §; CJA 53(4) Schedule 1; CP 10 part 1, s. 26.

[612] Ks. esim. Norjan arvopaperikauppalain 2–1 §:n 2 kappale.
Vrt. 2003/6/EY: MAD, artikla 2(3), joka puhuu vain velvoitteista.

[613] Ks. Ratan lausunto 1.3.2002 (dnro 5/280/2002). Osakkeiden hankintaohjelma erottaa ajallisesti toisistaan hankinnasta päättämisen ja hankinnan suorittamisen. Sisäpiirintiedon väärinkäytön arviointi on kytkettävä hetkeen, jolloin hankinnasta tai luovutuksesta päätetään eikä varsinaiseen hankinta- tai luovutushetkeen. Lausunnosta ilmenevää periaatetta voidaan soveltaa myös johdannaissopimuksiin.

sisäpiirintiedosta riippumatta[614]. Kiellettyä olisi optio-oikeuden toteuttaminen ainoastaan, jos sen toteuttamisessa olisi mahdollista erikseen saada hyötyä sisäpiirintiedon johdosta. Tällainen tilanne voisi ehkä joissain tapauksissa koskea lähinnä niin sanottua amerikkalaista optiota, joka voidaan toteuttaa koska tahansa sen voimassaoloaikana. Eurooppalaisen option osalta mahdollisuus hyötyä kesken option voimassaoloajan voi toteutua vain johdannaisposition sulkemisella, mutta silloin on itse asiassa kyse kokonaan uuden johdannaissopimuksen solmimisesta.

> Amerikkalaisen option ostaja voi toteuttaa oikeutensa ostaa tai myydä option kohde-etuus koska tahansa option voimassaoloaikana. Eurooppalaisen option ostaja voi taas toteuttaa oikeutensa ostaa tai myydä option kohde-etuus tai saada kohde-etuuden ostoa tai myyntiä vastaava nettoarvo ainoastaan option päättymispäivänä.[615] Vastaavasti myös warrantit (oikeuttavat mutta eivät velvoita) voivat olla joko amerikkalaisia tai eurooppalaisia.

Turvasatamasäännös voi koskea myös useampaa kuin vain yhtä kauppaa tai tilannetta. Hyvänä esimerkkinä tällaisesta laajasta ja selvästi määritellystä turvasatamasäännöksestä on Yhdysvalloissa SEC:n antama normi, joka täydensi sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä uudella turvasatamasäännöksiä koskevalla osalla[616]. Säännös sisältää tyhjentävän luettelon seikoista, jotka kaikki on täytettävä samanaikaisesti saadakseen turvasataman suojaa. Säännöksen tarkoituksena on lisätä joustavuutta siltä osin, kuin sijoittajat saattavat haluta rakentaa kaupankäyntisuunnitelmia ja strategioita tilanteissa, joissa heillä ei ole sisäpiirintietoa. Suojaa sovelletaan sekä luonnollisiin että oikeushenkilöihin. Säännös edellyttää lisäksi, että oikeushenkilöllä on oltava riittävät menettelytavat ja ohjeistus sisäpiirikauppojen ehkäisemiseksi.

> SEC:n Rule 10b5-1(c)(1):n mukaan henkilön täytyy ensimmäiseksi osoittaa, että hän teki sitovan sopimuksen ostaa tai myydä arvopapereita, antoi toiselle henkilölle ohjeet tehdä kaupat hänen puolestaan tai sitoutui kirjalliseen kaupankäyntisuunnitelmaan ennen kuin sai sisäpiirintietoa haltuunsa.
>
> Toiseksi henkilön täytyy osoittaa, että osto- tai myyntisopimus, -ohje tai -suunnitelma joko: (1) nimenomaisesti käsitti määrän, hinnan ja kaupankäyntipäivän; (2) sisälsi kirjallisen kaavan, algorytmin tai tietokoneohjelman, joka määritti määrän, hinnan ja kaupankäyntipäivän; tai (3) ei sallinut henkilölle jälkikäteen enää mitään mahdollisuutta vaikuttaa siihen, miten ja

---

[614] Ks. esim. Yhdistyneen kuningaskunnan CJA 1993, 53(1)(c) §, jonka mukaan henkilö ei ole syyllistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, jos hän näyttää, että hän olisi toiminut samoin, vaikka hänellä ei olisi sisäpiirintietoa ollutkaan.

[615] Ks. Hexin toimitusjohtajan ohje nro 3, 25.11.2002. Kohdan 2.1.1 mukaan eurooppalaiset optiot, joilla on positiivista nettoarvoa, toteutetaan automaattisesti päättymispäivinä.

[616] SEC: Selective Disclosure and Insider Trading, 17 CFR Rule § 240.10b5-1, s. 14–15 ja 26–27.

milloin arvopapereita hankitaan tai myydään vai hankitaanko tai myydäänkö niitä ollenkaan sekä lisäksi, ettei kellään muullakaan, joka voi kauppaan vaikuttaa, ollut sisäpiirintietoa sillä hetkellä.

Kolmanneksi henkilön täytyy osoittaa, että tapahtunut osto tai myynti oli tehty kyseisen sopimuksen, ohjeen tai suunnitelman mukaisesti. Osto tai myynti ei ole tehty sopimuksen, ohjeen tai suunnitelman mukaisesti, jos henkilö, joka teki sopimuksen, ohjeen tai suunnitelman, muutti tai poikkesi siitä taikka teki tai muutti suojaavan kaupan tai position, joka liittyi samoihin arvopapereihin.

Yleisenä edellytyksenä säännös sisältää vaatimuksen siitä, että ohjelma on tehty vilpittömässä mielessä eikä vain tarkoituksessa välttää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevien määräysten soveltaminen. Suojaa voidaan käyttää muun muassa työntekijän oman yhtiönsä osakkeen osto-ohjelmissa tai liikkeeseenlaskijan omien osakkeiden osto-ohjelmissa. Liikkeeseenlaskijan ei säännöksen mukaan välttämättä tarvitse antaa ostoja varten tarkkoja määriä, hintoja ja kaupankäyntipäiviä, vaan se voi myös ottaa käyttöön kirjallisen ohjelman, jossa on tarvittavat kaavat määrien, hintojen ja kaupankäyntipäivien laskemiseksi siinä vaiheessa, kun sillä ei vielä ole sisäpiirintietoa hallussaan. Se voi myös yksinkertaisesti delegoida kirjallisesti päätösvallan kauppojen tekemisestä sellaiselle henkilölle, jolla ei ole sisäpiirintietoa hallussaan ja jonka toimintaan liikkeeseenlaskija ei sopimuksen tai ohjeen mukaan voi jälkikäteen puuttua.[617]

Helsingin Pörssin antamassa ohjeessa listayhtiön omista osakkeista käsitellään liikkeeseenlaskijan omien osakkeiden osto-ohjelmia. Vaikka ohje ei koske millään tavalla muita kuin liikkeeseenlaskijoita, ovat ohjeen mainitsemat kriteerit periaatteessa osin sovellettavissa analogisesti myös kaikkiin arvopaperimarkkinoilla toimiviin yksittäisiin sijoittajiin.[618]

Pörssin antaman omia osakkeita koskevan ohjeen kohdan 5 mukaan yhtiön on annettava omien osakkeiden hankintaa koskeva sitova toimeksianto sellaisena ajankohtana, jolloin yhtiöllä ei ole sisäpiirintietoa hallussaan. Tätä toimeksiantoa ei kuitenkaan tule antaa niin sanottujen suljettujen ikkunoiden aikana eli 14 vuorokauden aikana ennen osavuosikatsauksen

---

[617] Vrt. 2003/6/EY: MAD, artikla 8 ja siihen liittyen CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 118–126. Omien osakkeiden osto-ohjelma edellyttää muun muassa yhtiökokouksen hyväksyntää ja ohjelman yksityiskohtien julkistamista etukäteen eikä ohjelma sittenkään saa turvasatamasuojaa, jos se koskee yli 10 % osakepääomasta. Kohta 125 mahdollistaa osto-ohjelman toteuttamisen antamisen itsenäisen arvopaperinvälittäjän hoidettavaksi sekä sitovan ennalta tehdyn osto-ohjelman noudattamisen.
Ks. DG Internal market services' working document ESC 14/2003 (invitation to comment).

[618] Ks. Ratan lausunto 1.3.2002 (dnro 5/280/2002) hallituksen jäsenten osakkeiden hankintaohjelmista, jossa on saman tyyppisiä periaatteita.
Ks. luku V 3.2, omien osakkeiden hankinnasta yleisesti.

tai tilinpäätöksen julkistamista[619]. Kirjallisen toimeksiannon tulee sisältää hankinnan ajankohdan lisäksi hankittavien osakkeiden määrät ja hinnat taikka niiden määräytymisperusteita koskevat ehdot. Toimeksisaajan on voitava toteuttaa toimeksianto itsenäisesti saamiensa ehtojen perusteella. Mikäli toimeksiantoa muutetaan tai siitä annetaan lisäohjeita, pidetään tätä kokonaan uutena toimeksiantona. Yhtiö voi kuitenkin aina lopettaa toimeksiannon eli kyseisen osto-ohjelman toteuttamisen kirjallisella määräyksellä.

1.3.3 Muut turvasatama-tyyppiset säännökset

Ensimmäinen esimerkki tällaisesta muusta suojaa antavasta säännöksestä on USA:ssa *oikeushenkilöitä* koskeva Rule 10b5-1(c)(2) kohta. Säännöksen mukaan oikeushenkilö ei joudu vastuuseen sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, jos se osoittaa, että luonnollinen henkilö, joka teki sijoituspäätöksen sen puolesta, ei ollut tietoinen sisäpiirintiedosta. Tällaisena näyttönä saattaa osin toimia olemassa oleva sisäinen ohjeistus ja valvonta sekä niin sanotut kiinanmuurit.

Myös Yhdistyneessä kuningaskunnassa on oikeushenkilöiden osalta samantyylinen säännös kuin USA:ssa. Oikeushenkilön ollessa kyseessä katsotaan, ettei sisäpiirintieto vaikuttanut oikeushenkilön päätökseen käydä kauppaa kyseisillä arvopapereilla, jos kukaan sen palveluksessa oleva, jolla oli sisäpiirintietoa, ei ollut millään tavalla osallisena kaupoista päätettäessä tai käyttäytynyt tavalla, joka voisi suoraan tai epäsuorasti vaikuttaa päätökseen käydä kauppaa, taikka ettei tällaisella henkilöllä ollut mitään sellaista kontaktia niihin henkilöihin, jotka olivat osallisina päättämässä kaupoista, jolloin tietoa olisi voinut välittää eteenpäin.[620]

Niin sanottujen kiinanmuurien tavoitteena on toimintojen erottaminen sellaisin toimenpitein, joilla pyritään estämään arvopapereihin ja muihin sijoituskohteisiin liittyvien luottamuksellisten tietojen leviäminen yrityksen muihin osiin kuin niihin, joiden tietoon ne on tarkoitettu. Toimintojen erottaminen auttaa myös julkistamattomien arvopaperin arvoon vaikuttavien tietojen (sisäpiirintietojen) väärinkäytön ehkäisemisessä.[621]

---

[619] Vrt. UKLA: The Listing Rules, kohta 16.18 (the Model Code). Model Coden kohdan 3 mukaan suljetuttuja ajanjaksoja ovat tilinpäätöstiedotteiden julkistamista edeltävät kaksi kuukautta sekä kuukausi ennen osavuosikatsauksen julkistamista.

[620] FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.23E sekä kohta 1.4.24C, jonka mukaan sisäpiirintieto ei vaikuta kaupantekopäätökseen, jos kyseistä tietoa pidetään tehokkaan kiinanmuurin takana ja kaupankävijät ovat kiinanmuurin toisella puolen.

Ks. myös McCormack: Conflicts of Interest etc., s. 32–40, joka uskoo englantilaisten tuomioistuinten ainakin useimmissa tapauksissa pitävän tehokkaita ja vuotamattomia kiinanmuureja esteenä vastuuseen joutumiselle samoin kuin torjumaan joitain sijoittajien korvausvaatimuksia.

[621] Rata 201.12, kohta 2.1(ohje arvopaperitoimintojen erottamisesta).

Toisena tapaustyyppinä on väitteet siitä, että henkilö oli tehnyt päätöksen arvopaperikaupasta ennen kuin sai sisäpiirintietoa haltuunsa ja että kaupan ehdot eivät muuttuneet sisäpiirintiedon saamisen johdosta. Eli kyseessä on lähinnä väite siitä, että henkilö olisi tehnyt kaupan joka tapauksessa, vaikka hänellä ei olisi sisäpiirintietoa ollutkaan[622]. Tällainen väite olisi selvästi uskottavampi, jos se olisi tehty kirjallisesti ja sitovasti kuten yllä mainittu SEC:n Rule 10b5-1(c) edellyttää.

Kolmas puolustautumistapa on vetoaminen siihen, että henkilöllä oli kohtuullinen syy uskoa tiedon olleen julkistettu riittävän laajalti niin, ettei kukaan voisi kärsiä vahinkoa hänen kaupoistaan. Esimerkkinä on tilanteet, joissa kaksi osapuolta on tekemisissä toistensa kanssa ja molemmilla on sama sisäpiirintieto hallussaan. Tarkoituksena on antaa suojaa asianmukaisesti hoidetuille yritysjärjestelyille.[623]

Neljäntenä tapaustyyppinä voidaan mainita sellaiset lainsäännökset, jotka näyttäisivät olevan lähinnä sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskevia tulkintasääntöjä. Näitä ovat muun muassa ne Ruotsin sisäpiiririkoslain kohdat,[624] joissa todetaan muiden arvopaperien kuin optioiden ja futuurien hankinnan olevan mahdollista silloin, kun julkistamaton tieto on omiaan laskemaan hintaa tai myynnin olevan vastaavasti mahdollista, kun tieto on omiaan nostamaan hintaa sekä ostojen ja myyntien voivan tapahtua muilla arvopapereilla kuin osakkeilla silloin, kun hankinta tai myynti tapahtuu käyttämättä sisäpiirintietoa[625]. Viimeinen seikka viittaa siihen, että sisäpiirintieto ei aina kosketa kaikkia kyseisen yhtiön arvopapereita samalla tavalla, vaan on mahdollista käydä kauppaa esimerkiksi joukkovelkakirjoilla silloin, kun hallussa oleva sisäpiirintieto vaikuttaa vain yhtiön osakkeen arvoon.

Käytännössä kuulee ajoittain liikkeeseenlaskijoiden pysyvien sisäpiiriläisten kritisoivan sitä, ettei lähes koskaan ole mahdollisuutta ostaa oman yhtiön osakkeita, koska aina on olemassa jotain sisäpiirintietoa. Tällä hetkellä jonkin sitovan ja kirjallisen osto-ohjelman noudattaminen toimisi lähinnä normaalina

---

[622] Ks. myös Counsell: Defences to Insider Dealing, s. 96, jonka mukaan yksi esimerkki sallitusta tilanteesta, jossa henkilö voisi käydä kauppaa sisäpiirintiedosta riippumatta, on asiamiehen (trustee) kaupankäynti riippumattoman sijoitusneuvon perusteella.

Ks. myös Yhdistyneen kuningaskunnan CJA 1993, 53(1)(c) §; FSA: Code of Market Conduct kohta 1.4.22E; CP 10 part 2, s. 14; FSA: Draft Code of Market Conduct CP 76, liite A, s. 12–13.

[623] Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing, s. 94 (CJA 53 §); Rider-Nakajima: A Comparative Analysis etc., s. 181; Vrt. luku IV 4.

[624] Ruotsin sisäpiiririkoslain 8 §:n 2 ja 8 kohdat.

[625] Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing, s. 93–94, jonka mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan Criminal Justice Act 53 §:n "ei kaupanteko hetkellä odottanut saavansa voittoa (tai välttyvänsä tappioilta) siitä syystä, että kyseessä oleva tieto oli hintasensitiivistä" -puolustus voisi esimerkiksi soveltua sellaisiin tapauksiin, joissa joku myy osakkeita tilanteessa, jossa hänellä on sellaista sisäpiirintietoa hallussaan, jonka hän olettaa saavan aikaan positiivisen reaktion markkinoilla. Ratkaisevaa puolustuksessa on motiivi kaupantekohetkellä.

väitteenä siitä, että sisäpiirintietoa ei ole käytetty hyväksi kaupankäynnissä, vaan kaupat on toteutettu pitkäaikaisen ennalta tehdyn sijoitussuunnitelman mukaisesti. Jos sellaista ohjelmaa olisi noudatettu edellä esitetyn amerikkalaisen esikuvan kaltaisesti tinkimättä, olisi sillä varmasti vaikutusta tuomioistuimen rangaistavuusharkintaan.

> Helsingin käräjäoikeudessa käsitellyssä tapauksessa[626] vastaaja esitti puolustuksenaan muun muassa väitteen siitä, että hänen tarkoituksenaan oli ollut tehdä pitkäaikaisia sijoituksia oman hankintasuunnitelman mukaisesti. Käräjäoikeus ei antanut väitteelle mitään painoarvoa, mutta tilanne olisi saattanut olla toinen, jos väitteen tueksi olisi ollut esittää sitova ennalta tehty kirjallinen hankintasuunnitelma, josta ei ollut poikettu ja joka oli alun perin tehty vilpittömässä mielessä.[627]

Vaikka Suomessa ei toistaiseksi ole vastaavia lakiin kirjattuja turvasatamasäännöksiä kyseisenlaisia tilanteita varten, voidaan kaikkia edellä esitettyjä keinoja tarvittaessa käyttää väitteiden muodossa puolustuksena myös täällä.[628] Joissain tilanteissa olisi kuitenkin selvyyden vuoksi hyvä, jos olisi mahdollisuus etukäteen turvata asemansa tekemällä tietyt laissa määritellyt toimet ja siten saada turvasataman suojaa suoraan lakiin vetoamalla. Helsingin Pörssin antama ohje listayhtiön omista osakkeista selventää ainakin liikkeeseenlaskijoiden osalta omien osakkeiden hankintoja esittelemällä tietyt kriteerit, joiden täyttämisellä saattaa välttää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat epäilyt[629]. Liiallisen turvasatamasäännöstön rakentamista on joka tapauksessa syytä tarkkaan harkita, ettei tilanne johda samaan kuin Yhdistyneessä kuningaskunnassa, jossa sisäpiirikaupan kiellon kiertäminen turvautumalla laajasti muotoiltuihin suojasäännöksiin on joidenkin väitteiden mukaan tehnyt sisäpiiririkossäännöksen tehottomaksi ja lähes täytäntöönpanokelvottomaksi.[630]

---

[626] Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000).

[627] Ks. Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 7–9, jossa valtionsyyttäjä perusteli hyötymistarkoituksen puuttumista muun muassa etukäteen tehdyllä hankintasuunnitelmalla ja sen noudattamisella.

Ks. myös Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta, s. 736 alaviite 27, jonka mukaan omien osakkeiden hankkiminen pitkäaikaisen, julkistetun hankintaohjelman mukaan poistaisi hyötymistarkoituksen.

Vrt. Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 22, jossa oikeus piti uskottavana syytetyn selvitystä siitä, että hän oli päättänyt vähitellen kartuttaa osakeomistustaan yhtiössä.

[628] Ks. Steinberg: International Securities Law, s. 139. Ranskassa ei myöskään ole mitään lakisääteisiä puolustuksia, sen sijaan samaa asiaa ajaa vaatimus todisteiden riittävyydestä sisäpiiririkoksen eri elementtien suhteen.

[629] Ks. 2003/6/EY: MAD, artikla 8 ja siihen liittyen CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 118–126; Ks. myös Ratan lausunto 1.3.2002 (dnro 5/280/2002) osakkeiden hankintaohjelmista hallituksen jäsenille.

[630] Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc., luvut 5.1–5.6. Heidän mukaan nykyisen sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan rikossäännöksen (CJA 1993, part V) perusteella ei ole

1.3.4 Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rajoitussäännös

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva rajoitussäännös mainitaan rikoslaissa (RL 51:7) erikseen. Tällä säännöksellä on sisäpiirintiedon käytön rangaistavuutta rajoittava vaikutus ja se on otettu arvopaperimarkkinarikoksia käsittelevään lukuun omaksi pykäläkseen. Toistaiseksi pykälässä tarkoitettuja sääntöjä ei ole vahvistettu eikä niiden vahvistamista ole haettu.[631] Kyse on periaatteessa turvasatamasäännöistä, joilla mahdollistetaan erityisesti joukkovelkakirjojen avulla tavanomainen varainhankinta. Markkinoiden luottamuksen ei ilmeisesti katsota kärsivän, koska suoja koskee vain tietynlaista muuta julkista kaupankäyntiä tai vain Suomen Pankkia taikka kaupankäyntiä, johon yleisöllä ei ole pääsyä.

> RL 51:7:n mukaan kyseisen luvun 1 ja 2 § koskevia säännöksiä ei sovelleta sellaiseen julkiseen kaupankäyntiin arvopapereilla, johon arvopaperimarkkinalain 3 luvun13§:n 2 momentin nojalla vahvistettujen sääntöjen tai saman luvun 14 §:n 2 momentin mukaan ei sovelleta sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia arvopaperimarkkinalain säännöksiä.
>
> AML 3:13.2:n mukaan voidaan arvopaperikaupan muun julkisen kaupankäynnin säännöissä määrätä, ettei luottolaitoksen tavanomaisen varainhankintansa yhteydessä liikkeeseen laskemaa 1 luvun 2 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitettua arvopaperia (osuus joukkovelkakirjalainaan) koskevaan kyseisen luottolaitoksen tekemään kauppaan tai muuhun luovutukseen ole sovellettava 5 luvun 1 §:ssä tarkoitettuja rikoslain säännöksiä.[632]
>
> AML 3:14.2:n mukaan Suomen Pankin 1 luvun 2 §:n 1 momentin 2 kohdassa tarkoitetuilla arvopapereilla (osuus joukkovelkakirjalainaan) käymään kauppaan ei sovelleta, mitä 5 luvun 1 §:ssä tarkoitetuissa rikoslain säännöksissä säädetään. Sama koskee tällaisilla arvopapereilla käytävää kauppaa, jonka säännöissä on määrätty, ettei yleisöllä ole oikeutta suoraan tai välillisesti osallistua kaupankäyntiin.

Sijoituspalveluyrityksistä annetun lain säätämisen yhteydessä arvopaperimarkkinalakiin otettiin säännökset, joiden tarkoitus on nimenomaisesti osoittaa sisäpiirintiedon käytön olevan hyväksyttyä arvopaperinvälittäjien toiminnassa tietyissä varainhankintaan liittyvissä tilanteissa. Arvopaperimarkkinalain 3 luvun13§:n 2 momentin nojalla annettuja määräyksiä koskevat säännöt vahvistaa

---

nostettu yhtään rikossyytettä. Sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto täydennettynä turvasatamasäännöksillä pyrki alun perin samalla sekä helpottamaan kaupankäyntiä ilman pelkoa sisäpiirisyytteistä että toisaalta estämään sisäpiirintiedon väärinkäyttämisen.
Vrt. luku VI 4. Yhdistyneessä kuningaskunnassa on sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tuomittu kaikkiaan 5 henkilöä. Tämä tilasto ei kuitenkaan kerro sitä, onko kyse ollut summaarisesta menettelystä vai syytteeseen perustuvasta valamiesoikeudenkäynnistä.

631 HE 254/1998 vp, s. 16.

632 AML 5 luvun 1 §:ssä viitataan RL 51 luvun 1 ja 2§:ään.

asianomainen ministeriö eli valtiovarainministeriö. Lain muutoksen taustalla on sisäpiiridirektiivin johdanto-osasta ilmenevä periaate, jonka mukaan sisäpiirintiedon käyttämisenä ei ole pidettävä sitä, että vastapuolena toimimiseen oikeutetut yhteisöt ja laitokset, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, tavanomaisen liiketoimintansa osana ostavat tai myyvät arvopapereita.[633]

Arvopaperimarkkinalain 3 luvun 14 §:n 2 momentissa oleva Suomen Pankkia koskeva poikkeus liittyy erityisesti rahapoliittisten tehtävien hoitamiseen. Sisäpiiridirektiivin mukaan keskuspankin toteuttaessa rahapolitiikkaa ja täysivaltaisen valtion hoitaessa valtionvelkaa ei niihin ole sovellettava sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa. Vastaava rajaus koskee tällaisilla arvopapereilla käytävää kauppaa, jonka säännöissä on määrätty, ettei yleisöllä ole oikeutta suoraan tai välillisesti osallistua kaupankäyntiin. Tämä rajaus liittyy käytännössä yleisöltä suljettuihin rahamarkkinavelkakirjojen niin sanottuihin interbankmarkkinoihin.[634]

1.3.5 Turvasatamaoppi de lege ferenda

Sisäpiiridirektiivin 2 artiklan 4 kohdassa säädetty poikkeus täysivaltaisille valtioille ja muille julkisille toimielimille siirtyy markkinoiden väärinkäyttöä koskevassa direktiivissä 7 artiklaan, joka kuuluu seuraavasti:

> Tätä direktiiviä ei sovelleta jäsenvaltion, Euroopan keskuspankkijärjestelmän, kansallisen keskuspankin tai tähän tehtävään virallisesti määrätyn muun toimielimen taikka niiden puolesta ja lukuun toimivan henkilön suorittamiin liiketoimiin, rahapolitiikan, valuuttakurssipolitiikan toteuttamiseksi tai julkisen velan hoitamista koskevan politiikan rajoissa. Jäsenvaltiot voivat ulottaa tämän poikkeuksen koskemaan osavaltioitaan tai vastaavia paikallisviranomaisia, kun kysymys on niiden julkisen velan hoitamisesta.

Direktiivi sisältää poikkeuksen raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa tai julkisen velan hoitoa koskevaa politiikkaa hoitaville jäsenvaltioille, Euroopan keskuspankkijärjestelmälle sekä kansallisille keskuspankeille. Artiklassa annetaan jäsenvaltioille mahdollisuus ulottaa poikkeus koskemaan myös osavaltioitaan. Säännöksen käytännön merkitys ilmenee siten, että sisäpiirintiedon olemassaolo ei estä säännöksessä mainittujen operaatioiden suorittamista, vaikka muissa tilanteissa samanlainen toiminta saattaisi täyttää sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön. Poikkeus ei kuitenkaan koske jäsenvaltioiden tai keskuspankkien mahdollisia muita rahoitusmarkkinoilla tai -välineillä suorittamia toimia

---

[633] HE 254/1998 vp, s. 36; Ks. myös edellä luvussa IV 1.3.2 mitä on sanottu markkinatakaajista.
[634] HE 254/1998 vp, s. 36; Ks. HE 184/2001 vp, RL 3:14 yksityiskohtaiset perustelut.

kuin niitä, jotka säännöksessä on mainittu. Suomessa sisäpiiridirektiivin tätä asiaa koskeva poikkeus on ilmaistu rikoslain 51 luvun 7 §:n rajoitussäännöksessä. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin säännös eroaa sisäpiiridirektiivin 2(4) artiklasta siinä, että poikkeus ei koske pelkästään sisäpiirintiedon väärinkäyttöä vaan myös markkinoiden manipulointia.

Toisessa niin sanotussa turvasatamasäännöksessä eli artiklassa 8 todetaan, etteivät direktiivin kiellot koske kaupankäyntiä omilla osakkeilla takaisinosto-ohjelmien mukaisesti, jos kyseinen kaupankäynti tapahtuu hyväksyttyjen täytäntöönpanotoimenpiteiden mukaisesti. Hyväksytyillä täytäntöönpanotoimenpiteillä tarkoitetaan sellaisia teknisiä edellytyksiä, joista komissio voi päättää komiteamenettelyä noudattaen. Turvasatamasäännös on luotu antamaan oikeudellista varmuutta yhtiöille ja tasapainottamaan omien osakkeiden ostoista tulevia taloudellisia hyötyjä suhteessa niihin todellisiin riskeihin, joita omien osakkeiden ostaminen asettaa markkinoiden luotettavuudelle[635].

Direktiivissä on katsottu voitavan rajoitetusti myöntää markkinaosapuolille poikkeuksia, koska joissakin tapauksissa ja täysin ymmärrettävistä taloudellisista syistä on tilanteita, jolloin ei ole tarpeen soveltaa tiettyjä kieltoja. Tällaiset poikkeukset koskevat yrityksiä, jotka käyvät kauppaa omilla osakkeillaan takaisinosto-ohjelmien mukaisesti edellyttäen, että kaupankäynti tapahtuu sovittujen kriteerien mukaisesti. Sisäpiirikauppojen estämiseksi kaupankäynnin omilla osakkeilla on tapahduttava avoimesti. Kaupankäyntiä omilla osakkeilla voidaan käyttää vahvistamaan liikkeeseenlaskijan omaa pääomaa, joten sitä voidaan pitää hyödyllisenä myös sijoittajille. Tekniset edellytykset, jotka koskevat kauppaa omilla osakkeilla takaisinosto-ohjelmien mukaisesti, voivat tulevaisuudessa vaihdella markkinoiden tai rahoitusvälineiden lajista riippuen.[636]

---

[635] CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 107.

[636] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5 ja 9.

Ks. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohdat 112–116, joissa todetaan turvasatamasuojan koskevan vain osakkeita ja niitä koskevia osto-ohjelmia. Omien osakkeiden myynti ei siten kuulu suojan piiriin lainkaan.

2 Tekotavat

2.1 ARVOPAPERIEN LUOVUTTAMINEN TAI HANKKIMINEN

Säännöksessä mainitaan ensimmäisenä sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen tapana arvopaperin luovuttaminen tai hankkiminen omaan tai toisen lukuun.[637] Luovuttaminen tai hankkiminen voi tapahtua paitsi kauppojen välityksellä myös arvopaperien vaihtona tai osakkeiden merkintänä. Luovuttamisella ei sen sijaan tarkoiteta esimerkiksi osakkeiden käyttämistä vakuutena. Rangaistavaa ei ole jättää arvopapereita luovuttamatta tai hankkimatta sisäpiirintiedon vuoksi, vaikka sekin on tiedon hyväksikäyttämistä. Vastaava rajoitus oli ennen arvopaperimarkkinalaissa, eikä nytkään voida pitää kohtuullisena velvoittaa sisäpiirintiedon saanutta ryhtymään itselleen tai vaikkapa työnantajanaan toimivalle yritykselle epäedulliseen toimeen. Muutenkin tällaisten tapausten selvittäminen olisi useimmiten täysin mahdotonta.[638]

> Sisäpiirintiedolla hyötyminen pidättymällä arvopaperikaupoista on sinänsä hyväksyttävää, koska siinä ei ole kyse tilanteesta, jossa sisäpiiriläinen varsinaisesti hyötyisi ulkopuolisen kustannuksella. Itse asiassa kauppaa käydään ulkopuolisten kesken, jolloin nollasumma -periaatteen mukaisesti joku (ulkopuolinen) voittaa ja joku (ulkopuolinen) häviää.[639]

Rajanveto sallitun ja kielletyn toiminnan välillä käy joskus vaikeaksi esimerkiksi sellaisessa tilanteessa, jossa henkilö on jo antanut myyntitoimeksiannon ja sitten peruu sen saamansa sisäpiirintiedon johdosta, ennen kuin toimeksianto on ehditty toteuttaa, ja lopulta toteuttaa myynnin vasta hyvien uutisten julkistamisen jälkeen paremmalla hinnalla. Sisäpiirisäännöksen mukaan tiedon hyväksikäytön tulee tapahtua arvopaperin luovuttamisella tai hankkimisella, mutta arvopaperien ostamatta tai myymättä jättäminen sisäpiirintiedon perusteella ei ole kiellettyä.

Tässä esimerkkitapauksessa on ennen sisäpiirintiedon saamista ryhdytty luovutuksen täytäntöönpanotoimeen antamalla myyntitoimeksianto, mutta myyntiä ei vain ole ehditty toteuttaa ennen toimeksiannon perumista. Luovutus ei siten ole vielä tapahtunut, vaan kyse on ainoastaan luovutukseen tähtäävän

---

[637] Ks. Narayanan: Insider trading and the voluntary disclosure etc., s. 395, jonka mukaan sisäpiirintietoa omaavat henkilöt todennäköisemmin myyvät kuin ostavat osakkeita.

Vrt. Lakonishok-Lee: Are Insiders' Trades Informative, s. 27, joiden mukaan sisäpiiriläisillä (ilmoitusvelvollisilla) on monia eri syitä myydä, mutta ostamisen pääsyynä on tehdä rahaa.

[638] HE 254/1998 vp, s. 21–22

[639] Herbert: Balancing Efficiency and Equity, s. 4.

toimen peruuttamisesta. Vaikka parempaa tietoa onkin käytetty tappion välttämiseen, ei sitä ole tehty luovuttamalla tai hankkimalla arvopaperia, niin kuin tunnusmerkistö edellyttää, vaan luovuttamatta jättämisellä.[640] Teon täyttyminen edellyttää toteutunutta kauppaa[641]. Kyseeseen ei oikein sovellu myöskään rikoksen yritys, koska tekijä ei varsinaisesti yritä mitään, vaan hän tosiasiassa toimii eli käyttää sisäpiirintietoa peruessaan toimeksiannon. Toisaalta tunnusmerkistön mukaisen yrityksen täyttyminen edellyttäisi esimerkkitapauksessa lähinnä yritystä hankkia arvopapereita, koska sisäpiirintieto koski positiivisia uutisia.

> Pohdittaessa tehokkaan katumisen tai yrityksestä luopumisen soveltamista edellä mainittuun esimerkkiin esteeksi muodostuu se, että tapauksessa ei ole tapahtunut mitään katumista tai luopumista, vaan siinä on nimenomaisesti hyödynnetty sisäpiirintietoa, vaikkakaan ei lainvastaisella tavalla. Tehokas katuminen tai yrityksestä luopuminen voisi olla kyseessä silloin, jos henkilö olisi antanut myyntitoimeksiannon negatiivisten sisäpiirintietojen johdosta, ja sitten peruisi sen ennen kuin kauppa on toteutettu.[642]

Sellaiset tapaukset, joissa määräysvaltaa pitävä osakkeenomistaja myy koko omistuksensa tai joissa osakkeiden hankkiminen tai luovuttaminen liittyy jotakin liiketoiminnan osaa koskevaan kauppaan, ovat sisäpiirintiedon hyväksikäytön sääntelyn kannalta ongelmallisia. Määräämisvallassa oleva osakkeenomistaja on usein mukana yhtiön hallinnossa ja siten tietoinen myös yhtiön sellaisista suunnitelmista tai yhtiötä koskevista seikoista, jotka ovat sisäpiirintietoa. Määräämisvallan antavan osake-erän luovuttamisella tai vastaanottamisella ei kuitenkaan ole sama tavoite kuin arvopaperikaupassa yleensä. Yleensä ostaja tavoittelee vaikutusvaltaa yhtiön liiketoimintaan eikä hanki osakkeita pelkästään sijoitusmielessä.[643]

Myöskään liiketoiminnan laajentamista tai järjestämistä koskevassa kaupassa ei tavoitella välittömästi arvopaperiin sidottua tuottoa, vaan hyötyä odotetaan lähinnä liiketoiminnan uudesta järjestelystä. Kysymyksessä voi olla esimerkiksi toimialarationalisointi, jossa yritys myy tietyn toimialansa liiketoiminnan toiselle yritykselle ja saa vastikkeeksi ostavan yrityksen osakkeita tai jossa kaksi yritystä yhdistää osan liiketoiminnastaan siten, että samalla puolin ja toisin hankitaan toisen osakkeita. Näissä tapauksissa osakkeiden luovutus to-

---

[640] Ostotoimeksiantojen kohdalla vastaava tilanne voi olla kyseessä silloin, kun henkilö saa toimeksiannon antamisen jälkeen tietoonsa negatiivisia uutisia, jonka jälkeen hän peruu toimeksiannon voidakseen huonojen uutisten julkistamisen jälkeen tehdä hankinnan mahdollisesti vielä alemmalla tasolla.

Ks. myös Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 128–129.

[641] Ks. Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 132.

[642] Ks. HE 44/2002 vp, s. 138 ja 142; Ks. yrityksestä, yrityksestä luopumisesta ja tehokkaasta katumisesta luvussa V 2.

[643] HE 254/1998 vp, s. 22.

teutetaan yleensä järjestämällä suunnattu anti, jonka toinen yritys merkitsee. Kun kauppaneuvotteluissa kohteena ei ole yksinomaan osakkeen arvo, vaan myös kysymyksessä olevan liiketoiminnan arvo ja uudelleenjärjestelyn vaikutus osakkeen arvoon, osapuolten on vaihdettava riittävästi liiketoimintaa koskevia tietoja kohteen arvon määrittämiseksi ja kauppahintana käytetyn osake-erän arvon arvioimiseksi. Tarvittavasta tiedosta osa voi olla sisäpiirintietoa kuten tietoa yhtiön johdon toimintakyvystä, investointisuunnitelmista tai uusia tuotteita koskevista suunnitelmista.[644]

Nämä rakennemuutokset ovat kuitenkin tarpeellisia eivätkä niiden yhteydessä tapahtuvat arvopaperien siirrot vaaranna arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta siitäkään huolimatta, että kaupan osapuolet vaihtavat myös sisäpiirintietoina pidettäviä tietoja. Arvopaperit toimivat näissä kaupoissa vain maksuvälineinä eivätkä nämä arvopaperit sijoituskohteina edes ole kaupan varsinainen tavoite. Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevaa säännöstä ei olekaan tarkoitettu ulottaa koskemaan liiketoiminnan arvon määrittämiseksi tarvittavien tietojen vaihtoa tällaisten luovutusten yhteydessä. Näissä tilanteissa järjestelyn molemmat osapuolet käyttävät samaa kummankin tuntemaa sisäpiirintietoa keskinäisessä kaupankäynnissään. On kokonaan toinen asia, jos saatuja sisäpiirintietoja käytetään hyväksi käymällä tavanomaista arvopaperikauppaa kysymyksessä olevan yhtiön osakkeilla tai neuvomalla toista sellaista arvopaperia koskevassa kaupassa. Koska tällainen järjestely voi jo sellaisenaan olla sisäpiirintietoa, myös sen tiedon vastaava hyväksikäyttäminen on kiellettyä.[645]

2.2 TOISEN NEUVOMINEN SUORAAN TAI VÄLILLISESTI

Säännöksen mukaan toinen tapa käyttää sisäpiirintietoa hyväksi on toisen neuvominen suoraan tai välillisesti arvopaperia koskevassa kaupassa. Se voi tarkoittaa ensiksikin suoranaisen kehotuksen tai ohjeen antamista toiselle henkilölle arvopaperin hankkimiseksi tai luovuttamiseksi. Neuvonta ei edellytä sitä, että tiedonsaajalle paljastetaan samalla, mihin neuvo perustuu[646]. Välillistä neuvomista on taas ennen kaikkea sijoitusvihjeiden antaminen, mutta kysy-

---

[644] HE 254/1998 vp, s. 22.

Ks. myös Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 318, joka huomauttaa, että sekä suuren osake-erän että pienen osake-erän ostajan tavoitteena on ennen kaikkea taloudellinen voitto. Sisäpiirisäännöstä onkin tulkittava sanamuotonsa ja sisäpiiridirektiivin mukaisesti niin, että liiketoiminnan arvon määrittämiseksi tarvittavien tietojen vaihtoon ei suhtauduta huomattavien osake-erien kaupassa toisin kuin muissakaan tapauksissa.

[645] HE 254/1998 vp, s. 22; ks. luvussa III 4.4.2 (due diligence arvopaperin arvon kannalta).

[646] Astola: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt, s. 190; Ks. Annola: Analyytikko ja sisäpiiritieto, s. 24, jonka mukaan riittävää on, että paljastetaan vain tiedon vaikutus.

mykseen voi tulla muukin toiminta, jonka perusteella sisäpiirintietoa saanut voi mieltää toisen ymmärtävän tietyn arvopaperikaupan edulliseksi juuri hänellä olevan sisäpiirintiedon vuoksi. Rangaistavaa voisi olla myös kehottaa toista olemaan ryhtymättä johonkin toimeen. Jos sisäpiirintietoa omaava henkilö kehottaa toista luopumaan arvopaperin myymisestä tietämänsä sen hintaa nostavan seikan vuoksi, kysymyksessä olisi säännöksessä tarkoitettu neuvominen arvopaperia koskevassa kaupassa, vaikka ostamatta jättäminen henkilön itsensä kohdalla ei olekaan kiellettyä. Neuvominen sisältää samalla yleisen vihjeen siitä, miten kyseisen arvopaperin kurssi tulee kehittymään. Jos vihjeen mukaan arvopaperia ei kannata nyt myydä, tarkoittaa se yleensä sitä, että kyseistä arvopaperia kannattaa ostaa. Toimimatta jättämiseen tähtäävä neuvominen voi näin johtaa aktiiviseen kaupankäyntiin.[647] Välillistä neuvomista koskevan tunnusmerkin soveltamista rajoittaa käytännössä se, että tällöinkin edellytetään tarkoitusta hankkia hyötyä joko itselle tai toiselle.[648]

Sisäpiirintiedon paljastamista toiselle ei voida aina pitää säännöksessä tarkoitettuna neuvomisena, vaikka tiedon paljastaminen johtaisikin arvopaperien hankkimiseen tai luovuttamiseen ja tuottaisi hyötyä sisäpiirintiedon saaneelle. Tekijän täytyy aina mieltää neuvovansa toista eikä pelkästä ajattelemattomuudesta tai muista vastaavista syistä tapahtunut sisäpiirintiedon paljastaminen vielä täytä säännöksen vaatimuksia. Tiedon paljastaminen saattaa kuitenkin olla rangaistavaa esimerkiksi yrityssalaisuuden rikkomisena tai liike- tai ammattisalaisuutta koskevan salassapitovelvollisuuden rikkomisena[649]. Sisäpiirisäännös ei myöskään edellytä, että neuvon antaminen johtaisi arvopaperikaupan toteutumiseen. Jos kauppa puuttuvan rahoituksen johdosta tai muusta sellaisesta syystä jää toteuttamatta, ei se ole säännöksen soveltamisen este. Neuvon pitää joka tapauksessa liittyä arvopaperikauppaan. Jos neuvon tarkoituksena on esimerkiksi vihjata maan arvonnoususta tietyllä alueella jonkin suunnitteilla olevan sijoituksen johdosta, kysymyksessä ei ole sisäpiirintiedon väärinkäyttö säännöksessä edellytetyllä tavalla.[650]

Sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohta kieltää yleisesti kaiken sisäpiirintiedon ilmaisemisen sivullisille, ellei se liity henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamiseen.[651] Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöä ei

---

[647] Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 132.

[648] HE 254/1998 vp, s. 22; Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1498.

Ks. myös Meulbroek: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, s. 1668 alaviite 17, jonka tutkimuksen mukaan suurin osa sisäpiirintiedon väärinkäyttäjistä (65 %) ei paljasta sisäpiirintietoa muille.

[649] Ks. Rider-Nakajima: A Comparative Analysis etc., s. 154. Sisäpiirintiedon paljastaminen voi pahimmassa tapauksessa johtua kiristyksestä tai salakuuntelusta. USA:n ja Japanin osalta on todisteita siitä, että järjestäytynyt rikollisuus olisi käyttänyt näitä keinoja hyväkseen.

[650] HE 254/1998 vp, s. 22–23

[651] Sisäpiiridirektiivin 3 a) artikla koskee vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä, mutta jäsenvaltiot voivat laajentaa sen 6 artiklan mukaan koskemaan myös toisen asteen sisäpiiriläisiä.

neuvomisen osalta voida tulkita siten, että se ulottuisi direktiivin tavoin koskemaan myös pelkkää sisäpiirintiedon ilmaisemista, koska RL 51:1 edellyttää, toisin kuin direktiivin asettama kielto, tiedon ilmaisemiselta sekä neuvomiselta että hyötymistarkoitusta. Hallituksen esityksen mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö saattaa eräissä tapauksissa tapahtua siten, että myös jonkin muun rikoksen esimerkiksi yrityssalaisuuden rikkomisen tai virkasalaisuuden rikkomisen tunnusmerkistö täyttyy. Näillä säännöksillä ei kuitenkaan täysin pystytä kattamaan sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohdan vaatimuksia.[652]

> Yrityssalaisuuden rikkominen (RL 30:5), yrityssalaisuuden väärinkäyttö (RL 30:6), virkasalaisuuden rikkominen (RL 40:5) ja salassapitorikos (RL 38:1) kieltävät kaikki oikeudettomasti ilmaisemasta luottamuksellisia tai salassa pidettäviä tietoja. Tältä osin nämä säännökset eivät käytännössä merkittävästi eroa sisäpiiridirektiivin 3 a) artiklasta, sillä tiedon oikeudettomasta ilmaisemisesta ei kovin usein voine olla kyse silloin, kun tieto ilmaistaan tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamiseksi. Yrityssalaisuuden rikkomisen osalta myös tekijäpiirin määritelmä vastaa hyvin sisäpiiridirektiivin ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä, mutta virkasalaisuuden rikkominen toisaalta koskee vain virkamiehiä. Kaikki edellä mainitut säännökset eroavat kuitenkin selkeästi sisäpiiridirektiivin 3 artiklan a) kohdasta siinä, että niiden oikeudeton ilmaiseminen edellyttää tarkoitusta hankkia taloudellista hyötyä tai toisen vahingoittamista taikka muuten tiedon paljastamista lain vastaisesti.[653]

Neuvominen ja osallisuus

> Rikoslain uusitussa 5:5:ssä säädetään yllytyksestä. Sen mukaan, joka tahallaan taivuttaa toisen tahalliseen rikokseen tai sen rangaistavaan yritykseen, tuomitaan yllytyksestä rikokseen kuten tekijä. Avunantoa käsittelevän RL 5:6:n mukaan taas se, joka ennen rikosta tai sen aikana neuvoin, toimin tai muilla tavoin tahallaan auttaa toista tahallisen rikoksen tai sen rangaistavan yrityksen tekemisessä, tuomitaan avunannosta rikokseen saman lainkohdan mukaan kuin tekijä.[654]

---

[652] Ks. HE 254/1998 vp, s. 23; KM 1991:48, s. 204–207.

Vrt. esim. Ruotsi "Insiderstrafflag (2000:1086)", jonka 7 §:ssä todetaan sisäpiirintiedon oikeudettoman ilmaisemisen olevan rangaistavaa sakolla tai enintään kuudella kuukaudella vankeutta. Ks. Ruotsin sääntelyn taustaa 2000/01:JuU4, s. 7.

Ks. myös Rata 201.12, kohta 2.2. Ehkäistäkseen arvopapereihin liittyvän luottamuksellisen tiedon leviämisen arvopaperinvälittäjän on vaadittava luottamuksellisia tietoja saavalta henkilöstöltä vaitiolositoumus. Vaitiolositoumuksen tarkoitus on täydentää toimintojen erottamista ja siten estää tarpeeton tiedonkulku yrityksen eri osien välillä.

[653] Ks. myös Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 308–309. RL 30:5 eroaa sisäpiiridirektiivistä lisäksi siten, että yrityssalaisuuden määritelmä ei kata kaikkia niitä sisäpiirintietoina pidettäviä seikkoja, joiden ilmaiseminen pitäisi sisäpiiridirektiivin mukaan kieltää.

[654] Ks. Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 121–123 (yllytyksestä ja avunannosta); HE 44/2002 vp (uudet RL 5:5 ja 5:6).

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö neuvomalla toista arvopaperia koskevassa kaupassa ei ensi silmäyksellä paljonkaan eroa osallisuutta koskevista edellä mainituista säännöksistä. Jos neuvoja on tosiasiallisesti teon henkinen alkuunpanija, voisi hän tulla tuomituksi yllytyksestä.[655] Jos hän olisi pelkästään edistänyt toisen rikosta neuvolla, olisi kyse avunannosta. Avunannon osalta on kuitenkin huomattava se, että avunannossa edistetään toisen tahallista rikosta, eli avunantajan täytyy tietää, kuka on tekijä, itse teko pääpiirteissään ja oman toimintansa päätekoa edistävä vaikutus[656]. Neuvomalla tehdyssä sisäpiirintiedon väärinkäytössä ei yleensä ole aluksi mitään rikosta mitä edistää. Neuvominen saattaa johtaa siihen, että toinen ryhtyy rikokseen tai että alun perin laillinen arvopaperikauppa muuttuu rikokseksi, joten yllytyssäännöksen soveltaminen olisi ehkä siinä mielessä sopivampaa.

> Avunannon rankaiseminen ei edellytä, että tekijä olisi selvillä avunantajan toiminnasta. Vaaditaan vain, että avunantaja on selvillä oman toimensa merkityksestä koko suunnitelman kannalta, vaikka päätekijä ei siitä olisikaan selvillä. Avunantajan vastuu ei myöskään edellytä, että hän itse pyrkisi rikoksesta hyötymään.[657]

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä neuvoja syyllistyy itse rikokseen pelkästään neuvomalla toista, vaikka neuvon saanut ei mitään tekisikään. Neuvon antajan vastuu ei siten ole samalla tavalla riippuvainen pääteosta kuin yllytyksessä ja avunannossa. Ongelmana osallisuusoppien soveltamiselle on myös se, että yllytys ja avunanto koskevat vain tahallisia tekoja, kun taas sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa myös törkeästä huolimattomuudesta. Toisen tuottamuksellisen rikoksen tahallinen edistäminen ei ole avunantoa, vaan voi tulla rangaistavaksi välillisenä tekemisenä. Tämän tyyppisestä tilanteesta voisi olla kysymys silloin, kun henkilö neuvolla edistää toisen aikomia arvopaperikauppoja eikä neuvottava tiedä saavansa sisäpiirintietoa.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön säätäminen rangaistavaksi myös silloin, kun on kyse toisen neuvomisesta arvopaperikaupassa osoittaa, että neuvoja on haluttu nimenomaisesti erikseen säätää tekijäksi. Neuvomisen säätäminen rangaistavaksi laajentaa vastuuta verrattuna osallisuussäännöksiin. Kyseinen sisäpiiridirektiivin vaatimus olisi muuten edellä mainitun valossa saattanut olla mahdollista varsin pitkälle implementoida osallisuusoppien kautta.[658]

---

[655] Ks. HE 44/2002 vp, s. 155; Frände: Allmän straffrätt, s. 294. Yllytys saa aikaan tekopäätöksen tekijässä (psyykkinen kausaalisuus).

[656] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 356.

[657] HE 44/2002 vp, s. 156–157.

[658] Ks. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 89. Perinteisiä osallisuusopillisia käsitteitä on vaikea soveltaa suunnitelmallisiin talousrikoksiin. Ongelmat eivät niinkään koske osallisuusoppia, vaan kyse on ennemminkin siitä, että talousrikosten taustavoimien todellisesta merkityksestä on vaikeaa saada riittävää näyttöä.

Helsingin käräjäoikeuden käsittelemässä tapauksessa oli teon vanhentumisen kannalta merkityksellistä katsottiinko henkilön syyllistyneen tekoon toisen neuvojana vai oliko hän ollut rikoskumppanina hankkimassa arvopapereita.

Helsingin käräjäoikeus katsoi tuomiossaan[659] vastaaja A:n tulleen haastetuksi säädetyn viiden vuoden vanhentumisajan sisällä, kun hänet oli haastettu 20.10.1998 sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, jonka tekoajaksi oli syytteessä ilmoitettu lokakuun alun ja 25.10.1993 välinen aika. Saman asian osalta Helsingin hovioikeus totesi päätöksessään,[660] että syytteessä ilmoitettujen tosiseikkojen perusteella syyttäjän syyteoikeus ei ollut vanhentunut ja että syyteoikeuden vanhentumista koskeva kysymys voitiin kuitenkin ratkaista vasta sen jälkeen, kun syyttäjällä oli ollut tilaisuus esittää näyttöä syytteen tueksi.

Tapauksessa kysymys syyteoikeuden vanhentumisesta oli epäselvä ainoastaan vastaaja A:n osalta, B oli haastettu jo hyvissä ajoin ennen viiden vuoden vanhentumisaikaa. B oli A:n kanssa tekemänsä sopimuksen perusteella ostanut 30 000 osaketta 18.10.1993. Nämä osakkeet B myi voitolla 25.10.1993. Syyttäjä oli hovioikeudelle täsmentänyt kirjallisen syytteen teonkuvausta siten, että teon täytäntöönpanotoimet olivat jatkuneet 25.10.1993 saakka, jolloin A:n ja B:n välisessä keskustelussa oli käsitelty julkistamattomia sisäpiirintietoja.

A:n osuutta on mahdollista arvioida ainakin kahdella eri tavalla. Ensinnäkin hän antoi B:lle neuvoja, joten hänen osaltaan teko voidaan katsoa täyttyneeksi jo neuvon antamisen hetkellä. Näin tulkittuna tapaus olisi saattanut olla vanhentunut A:n osalta jo ennen kaupantekohetkeä eli 18.10.1998. A:ta ei kuitenkaan ole syytä pitää pelkkänä erillisenä neuvon antaneena henkilönä, vaan häntä on soveliaampaa käsitellä rikoskumppanina, joka oli yksissä tuumin mukana koko operaatiossa, jossa molempien henkilöiden tehtävät oli ennalta jaettu[661]. Tähän viittaa lähinnä A:n ja B:n välillä ollut sopimus, jossa tarkasti sovittiin tappioiden ja voittojen jakamisesta näiden kahden kesken ja joka oli sovittu olemaan voimassa 31.12.1993 saakka. Tekijäkumppanina käsittelemisestä huolimatta syyteoikeus näyttäisi tämän mukaan olleen vastaaja A:n osalta vanhentunut, koska hänet haastettiin vasta 20.10.1998 ja kaupantekopäivä oli 18.10.1993.

Toisaalta, A oli syytteen mukaan neuvonut B:tä Metsä-Serlan osakkeiden kaupassa kertomalla tälle Metsä-Serlan omistamien Repolan osakkeiden

---

[659] Hgin KäO R 98/2408 (26.1.1999).

[660] Hgin HO R 99/427 (9.5.2000)

[661] Ks. RL 5:3, jonka mukaan, Jos kaksi tai useammat ovat yhdessä tehneet tahallisen rikoksen, rangaistaan kutakin rikoksen tekijänä. Huomioon otettavaa on, että sisäpiirintiedon väärinkäytössä jako tekijöihin ja neuvonantajiin ei sinänsä ole yleensä merkityksellistä, koska tunnusmerkistössä neuvominen on yhtälailla kiellettyä kuin suoranainen kaupankäyntikin. Asialla on tässä merkitystä lähinnä vain vanhentumisen näkökulmasta.

Ks. Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 339–340. Vastuu tekijäkumppanina perustuu siihen, että henkilö suorittaa rikoksen täytäntöönpanotoimen, osallistuu täytäntöönpanotoimeen tai ainakin hänen kokonaispanoksensa rikossuunnitelman toteuttamisessa on riittävän suuri. Subjektiivisessa suhteessa edellytyksenä on tekohetkellä vallinnut yhteisymmärrys koko rikoksesta.

Ks. myös Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 123.

tulevasta myynnistä, sille tulevasta syndikoidusta luotosta ja vaihtovelkakirjalainasta sekä Metsä-Serlan omaisuuden vapauttamisesta panttauksesta ja yhtiön tulevasta voitollisesta tuloksesta. Näistä tiedoista ainoastaan Repolan osakkeiden myynti julkistettiin 22.10.1993. Jos A oli vielä 20.10.1993 jälkeen B:n kanssa käymissään keskusteluissa neuvomistarkoituksessa antanut B:lle sellaisia sisäpiirintietoja, joita hän ei ollut kertonut jo ennen 18.10.1993 tehtyjä kauppoja, voidaan hänen katsoa syyllistyneen luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttöön neuvojana. Tällöin syyteoikeus ei olisi jälkimmäisen neuvomisen osalta haasteen hetkellä ollut vielä vanhentunut. A:n syyllisyyden kannalta sillä seikalla ei ole merkitystä, että B ei enää 18.10.1993 jälkeen hankkinut yhtään osakkeita, koska sisäpiirikieltoa on rikottu jo silloin, kun neuvo on annettu. Säännös ei edellytä, että neuvon antaminen myös johtaisi arvopaperikaupan toteutumiseen.[662]

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö kuten myös sitä edeltänyt luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö on tekorikos, joka on täyttynyt sillä hetkellä, kun toimeksianto on toteutettu. Teko ei ole täyttynyt vielä siinä vaiheessa, kun toimeksianto on annettu, koska tunnusmerkistössä teon täyttymiseltä edellytetään arvopaperien luovuttamista tai hankkimista. Vanhentumisen osalta ratkaisevaa on siis kaupantekohetki.[663] Neuvomalla tehty teko on tapahtunut jo neuvon antamisen hetkellä. Teon täyttymisen kannalta ei ole mitään merkitystä sillä, milloin sisäpiirintiedon perusteella hankitut arvopaperit on myyty tai onko niitä myyty ollenkaan. Mahdollisten voittojen realisointi ei kuulu enää teon tunnusmerkistötekijöihin. Teon täyttymistä ei myöskään arvioida esimerkiksi kaupan selvitysajankohdan mukaan,[664] joka on normaalisti kolmantena pankkipäivänä kaupantekopäivästä, vaikka vasta selvityspäivänä raha ja arvo-osuudet vaihtavat omistajaa ja arvo-osuuksien ostaja saa hallinnan ja siten kaikki omistajan oikeudet sivullis- ja saantosuojineen. Sisäpiirintiedon julkistavalla pörssitiedotteellakaan ei ole vaikutusta teon täyttymiseen.

Sääntely muissa maissa

Ruotsin sisäpiiririkoslain 2 ja 3 § kieltävät sisäpiirintietoja saaneita henkilöitä omaan tai toisen lukuun käymästä kauppaa arvopaperimarkkinoilla hankkimalla tai luovuttamalla sellaisia finanssi-instrumentteja, joita tieto koskee, taikka käyttämästä tietoa neuvomalla tai muulla vastaavalla tavalla aiheuttaakseen sen, että joku toinen hankkii tai luovuttaa kyseessä olevia finanssiinstrumentteja. Lain 7 §:n mukaan ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten on

---

[662] Ks. Hgin KäO R 00/12747 (28.1.2002) s. 7 ja 14, jossa käräjäoikeus tapausta uudelleen käsitellessään katsoi tekoajan olleen lokakuun alun 1993 ja 22.10.1993 välinen aika. Neuvomisen on A:n osalta katsottu jatkuneen 22.10.1993 annettuun pörssitiedotteeseen asti. Syndikoidun luoton ja vaihtovelkakirjalainan osalta oikeus katsoi, etteivät ne olleet saavuttaneet sisäpiirintiedon tasoa.

[663] Pörssin ulkopuolisissa face to face -kaupoissa teon voidaan katsoa täyttyneen, kun osapuolet ovat päässeet asiasta sopimukseen eli kauppa on solmittu.

[664] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 550.

myös kielletty oikeudettomasti ilmaisemasta saamaansa sisäpiirintietoa muille.

Norjan arvopaperikauppalain 2-1 §:n ensimmäinen kappale kieltää kaikkia, joilla on sisäpiirintietoa hallussaan merkitsemästä, ostamasta, myymästä tai vaihtamasta finanssi-instrumentteja, joita tieto koskee, sekä yllyttämästä tällaisiin toimiin. Niitä, jotka ovat omistuksensa, työnsä, tehtävänsä tai asemansa perusteella saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa, on myös kielletty tahallaan tai huolimattomuudesta ilmaisemasta sitä luvattomasti kolmansille osapuolille tai neuvomasta muita henkilöitä niiden finanssi-instrumenttien kaupankäynnissä, joita sisäpiirintieto koskee.

Tanskan arvopaperikauppalain 35(1) §:n mukaan arvopaperien ostot, myynnit taikka ostojen tai myyntien suositteleminen ovat kiellettyjä kaikilta henkilöiltä, joilla on sellaista sisäpiirintietoa, joka voi olla merkittävää kyseessä olevan arvopaperikaupan kannalta. Lain 36(1) §:n mukainen sisäpiirintiedon ilmaisukielto sallii tiedon ilmaisemisen vain kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamiseksi.

Saksan arvopaperikauppalain 14 § kieltää sisäpiirintiedosta tietoisia henkilöitä käyttämästä kyseistä tietoa hyväksi hankkiakseen tai luovuttaakseen sisäpiiriarvopapereita omaan tai toisen lukuun. Kielto koskee myös vihjeen saajia. Sama säännös kieltää ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä myös luvatta ilmaisemasta tai saattamasta sivullisten saataville sisäpiirintietoa sekä suosittelemasta sivullisia sisäpiirintiedon perusteella hankkimaan tai luovuttamaan sisäpiiriarvopapereita.

Ranskassa sisäpiiririkoksen tunnusmerkistö täyttyy lain 465-1 § 1:n mukaan silloin, kun sisäpiirintiedosta tietoinen henkilö tekee yhden tai useamman arvopaperikaupan taikka tietoisesti sallii niiden tekemisen ennen kuin yleisö saa kuulla kyseisestä tiedosta. Säännös koskee sekä suoraan että välillisesti tehtyjä kauppoja.

Sisäpiiririkkomus käsittää COB:n määräyksen 2–5 artiklojen mukaan sisäpiirintiedon hyväksikäytön omaksi tai toisen hyödyksi ostamalla tai myymällä kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeita tai niihin liittyviä finanssi-instrumentteja. Siitä huolimatta, että sisäpiiririkkomus on määritelty COB:n määräyksessä 90-08, on lain 621-14 §:ssä asetettu lisäedellytyksiä ennen kuin COB voi antaa mitään rangaistuksia määräyksensä rikkomisista. Rikkomusten seurauksena:

1. tulee markkinoiden toiminnan vääristyä,
2. tulee kyseessä olevien henkilöiden saada epäoikeutettua etua tilanteessa, jossa vastaavaa etua ei olisi voinut normaali tilanteessa saada,
3. tiedon tasapuolista saantia sekä sijoittajien tai heidän intressiensä tasapuolista kohtelua loukataan, taikka
4. liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat saavat etua välittäjän toimittua vastoin velvollisuuksiaan.

Sisäpiirintiedon ilmaiseminen on kielletty sekä laissa että COB määräyksessä.

Yhdistyneen kuningaskunnan rikoslain 52(1) §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöön syyllistyy sellainen henkilö, jolla on tietoa sisäpiiriläisenä, jos hän käy kauppaa arvopapereilla, joihin tieto liittyy. Lain 52(2)(a) § tuo rangaistavan toiminnan piiriin suosittelemisen kaupankäyntiin niillä arvopapereilla, joita tieto koskee, ja 52(2)(b) § kieltää tiedon ilmaisemisen muutoin

kuin kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien hoitamiseksi.

FSMA 118(1) ja (2) § mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää käyttäytymistä, joka perustuu tietoon, jota ei ole yleisesti saatavilla mutta jota markkinoilla vakinaisesti toimiva henkilö todennäköisesti pitäisi relevanttina tehdessään arvopaperikauppoja koskevia päätöksiä. Säännöksessä tarkoitettua käyttäytymistä on kaupankäynti määritellyillä sijoituskohteilla, toimiminen tällaisen kaupan järjestäjänä, neuvominen tai aiheen antaminen kaupankäyntiin mainituilla sijoituskohteilla taikka muutoin lausuntojen antaminen tai sellaisen tiedon levittäminen, jota vakinainen markkinoilla toimija todennäköisesti pitäisi relevanttina tietona päättäessään kauppoihin ryhtymisestä[665]. Lain 118(10) § toteaa käyttäytymisen pitävän sisällään sekä toimimisen että toimimattomuuden.

[665] Ks. FSA: Code of Market Conduct, kohta 1.3.

3 Kielletty riskinotto

Kielletyllä riskinotolla tarkoitan lähinnä vaadittavan huolellisuusvelvoitteen rikkomista. Sitä määriteltäessä joudutaan pohtimaan tunnusmerkistöstä ilmenevää sallitun ja kielletyn riskinoton rajaa.[666] Objektiivista huolellisuutta määrittävät ennen kaikkea oikeusnormit, mutta arvioinnissa joudutaan turvautumaan myös erilaisiin epävirallisiin normeihin ja tapanormeihin.[667] Rikosvastuun tarkastelu kytkeytyy lisäksi erityyppisten selonottovelvollisuutta ja vastuuasemaa korostavien muotoilujen kautta yksityisoikeudellisiin säännöksiin sekä niissä asetettuihin toiminta- ja huolellisuusvelvoitteisiin.[668] Oikeusnormien tai muiden hyvää tapaa osoittavien normien puuttuessa kokonaan voidaan huolellisuusvelvoite joutua muotoilemaan hyötyjä ja haittoja punniten. Punninnassa voidaan ottaa huomioon ainakin mahdollisen seurauksen vakavuus ja sen todennäköisyys, tekijän tosiasialliset mahdollisuudet varotoimenpiteisiin sekä toiminnan sosiaalinen hyödyllisyys.[669]

Rikoksen tunnusmerkistön täyttyminen edellyttää kielletyn riskinoton kannalta sitä, ettei toiminnassa vaadittavaa huolellisuutta ole noudatettu. Eli kyse on niiden objektiivisten huolellisuusvaatimusten rikkomisesta, joita on asetettu tunnusmerkistön suojaaman oikeushyvän turvaamiseksi.[670] Toimintarikoksissa huolellisuusvelvoitteet ovat keskeisessä asemassa. Jos tunnusmerkistöstä tulkinnan avulla muodostettua huolellisuusvelvoitetta on rikottu, voidaan katsoa otetun kielletyn riskin.[671]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön tulkinnassa sallitun ja kielletyn riskinoton rajan arvioimiseen saadaan tulkinta-apua erityisesti lain esitöis-

---

[666] Rikoslain 3 luvun 7 §:n 1 momentin mukaan tekijän menettely on huolimatonta, jos hän rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja häneltä vaadittavaa huolellisuusvelvollisuutta, vaikka hän olisi kyennyt sitä noudattamaan.

[667] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 144–150; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 281–286 ja 313; Frände: Allmän straffrätt, s. 117–123; Häyrynen: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 34.

[668] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistusta 30 vuotta – entä nyt, s. 724; Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 109–111.

[669] HE 44/2002 vp, s. 95–96; Ks. Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 213, joka tiivistää ajatuksen kielletystä riskinotosta siihen, mikä muodostaa hyvän syyn luopua teon tekemisestä.

[670] Ks. Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 311. Objektiivisesta tuottamuksesta voidaan puhua joko kiellettynä riskinottona tai vaadittavien huolellisuusvelvoitteiden rikkomisena.

[671] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 280–281; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 145–146.

Ks. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 47–49. Riskinoton kiellettyisyys perustuu nimenomaan siihen, että vaadittavat turvatoimenpiteet on laiminlyöty.

tä. Esitöiden perusteluiden avulla on mahdollista kohtuudella selvittää, minkälaiseen käyttäytymiseen lainsäätäjä on halunnut puututtavan ja mitä yksittäisillä termeillä on tarkoitettu. Huolellisuusarvioinnissa tulee ottaa huomioon niitä tavoitteita, mitä säännöksellä on pyritty edistämään juuri kyseisen kriminalisoinnin yhteydessä. Arviointi on hyvä kytkeä mahdollisimman lähelle markkinoilla vallitsevia käyttäytymis- ja tapanormeja.[672]

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä ja sisäpiirintietoa koskevat säännökset sisältävät sellaisia aineksia, jotka jättävät tulkinnalle suhteellisen paljon tilaa. Tunnusmerkistön soveltamisessa onkin esitöiden tarjoaman opetuksen lisäksi usein välttämättä haettava apua rikoslain ulkopuolisten normistojen asettamista käyttäytymissäännöistä. Keskeisin näistä ulkopuolisista objektiivista huolellisuutta määrittävistä säännöstöistä on arvopaperimarkkinalaki, joka sääntelee arvopaperimarkkinoiden toimintaa. Vaikka rikoslain tunnusmerkistöt ovat itsenäisiä suhteessa arvopaperimarkkinalakiin eikä rikosoikeuden ole nähty olevan sidottu yksityisoikeudelliseen käsitteenmuodostukseen,[673] eri oikeudenalojen käsitteiden yhdenmukaisuutta on kuitenkin pidetty tärkeänä. Talousrikosten yhteydessä yksityisoikeudellisen normiaineksen mukaantulo rikosoikeudelliseen argumentaatioon on väistämätöntä.[674]

Lainsäätäjän tarkoittaman sallitun ja kielletyn riskinoton rajan löytämiseksi joudutaan vaadittava huolellisuuden taso monesti määrittämään oikeusnormien sijasta tapauskohtaisten olosuhteiden sekä erilaisten epävirallisten normien ja tapanormien perusteella.[675] Liikkeeseenlaskijoilla ja sijoituspalveluyrityksillä on usein sisäisiä sääntöjä ja menettelytapoja henkilöstön omien arvopaperikauppojen toteuttamiseksi. Lakisidonnaisuudesta johtuen näitä sääntöjä ja epävirallisia normeja ei kuitenkaan ole mahdollista katsoa yhtä velvoittaviksi kuin lainsäädännössä asetettuja normeja. Pelkästään tällaisen normin tai säännön rikkomisen tai noudattamisen perusteella ei voida päätellä, onko riskinotto kiellettyä vai sallittua, mutta ne antavat hyvän lähtökohdan huolellisuusvelvoitteen määrittelyyn.[676] Arvioinnissa voidaan lisäksi käyttää hyväksi niitä itsesääntelyn piiriin kuuluvia sääntöjä, jotka määrittelevät hyvää ja järkevää kau-

---

[672] Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 325, jonka mukaan ei ole välttämätöntä korostaa suuresti menettelyn eroa niissä tapauksissa, joissa lakiin on kirjattu huolellisuusvelvoitteita verrattuna niihin tapauksiin joissa sen tasoisia normeja ei ole. Nuotion mukaan saattaisi olla ajateltavissa, että normien tarkoituksilla operoitaisiin jo päätettäessä siitä, mikä on kiellettyä riskinottoa.

[673] Ks. HE 184/2001 vp, s. 60.

[674] Ks. Nuotio: Taloudellisen rikollisuuden arviointi jne., s. 968–969; Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 236.

[675] Ks. OLJ 5/2000, s. 112. Epävirallisia normeja ovat muun muassa organisaatioiden omat tehtävien ja toimivaltuuksien laatua kuvaavat normistot.

[676] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 320–322.

Ks. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 51–53. Erilaiset turvanormit luovat alustavia presumptioita siitä, että niiden vastainen toiminta on kiellettyä riskinottoa.

pankäyntitapaa. Esimerkiksi pörssin säännöistä poikkeaminen voi johtaa epäilyyn kielletystä riskinotosta.[677]

Ulkoisen huolellisuuden tasoa voidaan määritellä hyvinkin yksityiskohtaisesti kaikenlaisissa toimintaohjeissa.[678] Tiukkaa sitoutumista näissä erilaisissa normeissa kirjattuihin velvoitteisiin ei kuitenkaan ole tarpeen pitää ehdottomana vaatimuksena, vaan vaadittava huolellisuuden taso määräytyy myös laissa tarkkaan säännellyillä elämänalueilla usein tapauskohtaisten olosuhteiden perusteella. Huolellisuusvelvoitteiden täsmentymistä voidaan siten pitää jatkuvana arvostusprosessina. Tuomioistuimet ratkaisevat viime kädessä kielletyn riskinoton sisällön, jolloin etukäteen voimassa olevat normit toimivat ainoastaan argumentteina vahvistettaessa huolellisuusvelvollisuuksien sisältöä.[679]

Kielletty riskinotto edellyttää tunnusmerkistöstä tulkinnan avulla muodostetun huolellisuusvelvoitteen rikkomista, jotta tekijän rankaiseminen tulisi kyseeseen. Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö täyttyy silloin, kun noteerattujen arvopaperien kaupassa hyötymistarkoituksessa käytetään sisäpiirintietoa hyväksi. Tiedon hyväksikäytön vaatimus edellyttää, että arvopaperikaupan perustana on jokin tietty yksilöity tieto, jota kaupassa aiotaan hyödyntää. Kyseisen tiedon osalta voidaankin yleensä tulkita olevan olemassa huolellisuusvelvoite, jonka mukaan tulisi kohtuudella varmistua siitä, että käytettävä tieto ei ole julkistamatonta ja omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Laiminlyönti varmistua tiedon luonteesta saattaisi aiheuttaa rikosoikeudellisen vastuun syntymisen. Käytännössä kyse on suurelta osin teon olosuhteista päätteltävästä huolellisuusvelvoitteesta.[680]

Toiminta arvopaperimarkkinoilla sisältää usein tavoitteen mahdollisimman suuresta taloudellisesta hyödystä. Tämä voi helposti johtaa siihen, että markkinoilla varsinkin ammattimaisesti toimivien pyrkimykseksi muodostuu tietynlainen tasapainottelu sallitun ja kielletyn riskinoton välimaastossa[681]. Näiltä arvopaperimarkkinoilla toimivilta ammattilaisilta ja asiantuntijoilta kuten esimerkiksi liikkeeseenlaskijoiden johdolta, sijoituspalveluyritysten henkilöstöltä sekä ammattimaisilta sijoittajilta voidaan hyvin edellyttää tavallista parempaa

---

[677] Ks. Samuelsson: Information och ansvar, s. 207; Ks. myös Pörssin ja APVY:n sisäpiiriohjeet.

[678] Nissinen: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä, s. 201–202.

[679] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 313–314 ja 334. Teon huolimattomuuden osalta bonus pater familias -mittapuuta ei sen epämääräisyyden vuoksi juurikaan sovelleta, jos käytettävissä on jotain täsmällisempiä kriteerejä.

Ks. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 54; Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 312, jonka mukaan huolellisuusstandardi on vahvistettava aina erikseen aineellisten perusteiden nojalla.

[680] Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 282–285. Avointen tunnusmerkistöjen kohdalla huolellinen toiminta määritellään usein niin epämääräisesti, ettei kyse ole enää pelkästä tulkinnasta, vaan lähinnä kiellettyä riskinottoa koskevien kriteerien soveltamisesta tunnusmerkistöön ja tunnusmerkistön täydentämisestä opilla teon huolimattomuudesta.

[681] Häyrynen: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 35.

tietämystä markkinoita koskevasta keskeisestä lainsäädännöstä sekä hyvästä markkinatavasta, ja heille voidaan myös asettaa normaalia ankarampi huolellisuusvaatimus[682]. Keskimääräistä parempien tietojen ja taitojen vaikutusta arvioidaan kielletyn riskinoton kysymyksenä, jolloin ainakin poikkeuksellinen kyvykkyys on syytä ottaa huomioon jo huolellisuusvelvoitetta määriteltäessä. Muuten teon huolimattomuutta arvioidaan kaikkien osalta vähintään keskimääräisen kyvyn pohjalta.[683] Oikeushenkilöiden piirissä tehtäviin rikoksiin liittyy myös vastuun kohdentamisen ongelma, kun joudutaan kysymään, miten eri toimijoiden huolimattomuuden yhteisvaikutus tulisi ottaa huomioon.[684]

Lähinnä *seurausrikosten* yhteydessä käytetään myös niin sanottua riskinkorotusteoriaa. Riskin lisäämisessä on kyse tilanteista, joissa sallitun riskin ylittävä vaarantaminen perustaa tekijän vastuun, ellei seuraus olisi varmasti aiheutunut myös huolellisesta toiminnasta. Kysymys voi olla esimerkiksi jo sinänsä vaarallisesta toiminnasta, jossa tekijän menettely vain vähäisessä määrin nostaa riskiä taikka tekijän menettely ei merkittävästi vaikuta jo muusta syystä aiheutuneeseen vaaraan. Tällaisessa tilanteessa rangaistusvastuu poistuu sen johdosta, ettei tekijän menettely juurikaan korottanut olemassa olevaa riskiä ja vaara tunnusmerkistön mukaisesta seurauksesta olisi ollut yhtä suuri, vaikka tekijä olisi toiminut velvollisuuksiensa mukaisesti ja huolellisesti. Sallittu riski tarkoittaa siten, että huolellisuusnormin mukainen toiminta ei voi olla kiellettyä vaarantamista.[685]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta riskinkorotusteoria saattaisi periaatteessa soveltua yhtiösisäpiiriläisiin eli liikkeeseenlaskijan hallituksen jäseniin ja toimitusjohtajaan sekä lisäksi joihinkin muihin johtavassa asemassa oleviin ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin. Näillä henkilöillä on asemansa puolesta usein sisäpiirintietoa hallussaan eivätkä he siksi voi juurikaan tehdä kauppoja oman yhtiönsä arvopapereilla ilman varteenotettavaa riskiä syyllistymisestä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Tämän johdosta liikkeeseenlaski-

---

[682] Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 28. Käräjäoikeus totesi antamassaan tuomiossa, että koska vastaajat ovat alan ammattilaisia ja heidät on koulutettu tuntemaan asioista annetut säännökset ja määräykset, heidän olisi pitänyt varmistaa, etteivät he käytä sisäpiirintietoa.

Ks. Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 8–10; Klami-Rahikainen-Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 16.

[683] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 264–265; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 295.

[684] HE 254/1998 vp, s. 21; Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1499.

Ks. myös Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 109. Rikosvastuun kehittelyt, joissa vastuuasema ja sitä määrittävät säännökset olisivat selvästi rikosvastuun perustana, voisivat osaltaan lisätä tehokkuutta ja oikeusvarmuutta.

[685] Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 302–303 ja 312. Nuotio toteaa (Jareborgin) kielletyn riskinoton tulevan kriteerinä hyvin lähelle (Roxinin) riskinlisäämisperiaatetta.

Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 440 ja 448 ss. Nuutila on katsonut huolimattoman toiminnan edellytykseksi olennaisen riskin lisäämisen verrattuna huolelliseen toimintaan. Lisäksi riskinkorotus on selvitettävä mahdollisimman konkreettisesti tapauksen olosuhteiden perusteella.

Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 293.

joilla on yleensä sisäiset ohjeistukset johdon ja muun henkilöstön kaupankäynnin ajoittamisesta[686]. Näiden ohjeiden noudattamatta jättäminen toimisi siten osaltaan näyttönä riskinkorotuksesta.[687]

Due Diligence -käsite

Arvopaperimarkkinoilla huolellisuusvelvoitteen täyttymistä arvioitaessa voidaan joissain tapauksissa kiinnittää huomiota esimerkiksi due diligence -tarkastuksen suorittamiseen. Due diligence on kehittynyt suhteellisen yksinkertaisesta käsitteestä *pitää huolta* varsin monimutkaiseksi kokonaisuudeksi, joka sisältää alkuperäisen käsitteen lisäksi sarjan erilaisia menettelytapoja ja testejä. Tämän hienostuneemman lähestymistavan mukaan asianmukainen huolenpito voidaan katsoa täytetyksi vain silloin, kun on asianmukaisesti pidetty huolta niiden menettelytapojen noudattamisesta, joita menettelytapoja itsessään voidaan arvioida ahkeruuden ja huolellisuuden standardeilla.[688]

Due diligence on saanut erityisesti huomiota finanssimaailmassa, varsinkin lakimiesten ja compliance officereiden[689] keskuudessa. Vaikka lainopilliset neuvonantajat ovatkin tärkeässä roolissa ratkaistaessa, mitä menettelyä on noudatettava missäkin yksittäisessä tapahtumassa, ei due diligence -menettelytapoja ole määritelty laissa. Termillä tarkoitetaan usein esimerkiksi yhtiön taloudellisten dokumenttien valmistelusta vastuussa olevien velvollisuutta varmistua, että kyseisten dokumenttien informaatio on tarkkaa eikä harhaanjohtavaa. Yleisemmin voidaan due diligencen katsoa tarkoittavan käytännössä sitä, että asianomainen henkilö on vakuuttunut siitä, että hän tietää kyseessä olevasta tapauksesta niin paljon kuin tapahtuman koko ja riskit huomioon ottaen harkitsevan ja kykenevän henkilön tulisi tietää. Kyseessä on siis osa riskienhallintaprosessia tai yksinkertaisesti sanottuna oman "selän" turvaaminen.

---

[686] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje, kohta 6.1. Pörssi suosittelee kaupankäynnin ajoittamista esimerkiksi tulostietojen julkistamisen jälkeiseen hetkeen. Ohjeen mukaan yhtiön on myös määriteltävä se ajanjakso, jonka aikana pysyvät sisäpiiriläiset eivät saa käydä kauppaa yhtiön liikkeeseenlaskemilla arvopapereilla ennen yhtiön osavuosikatsauksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistamista (suljettu ikkuna).

Ks. myös Bettis-Coles-Lemmon: Corporate policies restricting trading by insiders, s. 191 ja 218, joiden mukaan 92 %:lla otoksessa mukana olleista yhtiöistä oli säännöt sisäpiiriläisten kaupankäynnille ja 78 %:lla oli nimenomaiset suljetut ikkunat (blackout period), joiden aikana kaikki kaupankäynti on kielletty. Yleisin sääntö oli kaiken kaupankäynnin kieltäminen muina aikoina kuin 3–12 päivänä osavuosi- ja vuosikatsausten jälkeen.

[687] Ks. myös Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 294, jonka mukaan riskinkorotusteoria sopii käytettäväksi muun muassa sisäpiirintiedon väärinkäytön tuottamukselliseen tekomuotoon.

[688] Rider, Barry A.K. Preface (Ninth International Symposium on Economic Crime. Cambridge 1991).

Ks. Yhdysvaltain Securities Act of 1933, section 11(b)(3), joka määrittää kohtuullisen tutkimuksen (reasonable investigation) ja 11 (c), joka määrittää kohtuullisuustasoa (the standard of reasonableness shall be that required of a prudent man in the management of his own property).

[689] Compliance officerilla tarkoitetaan yleensä yhtiön sisäisestä valvonnasta ja ohjeistuksesta vastaavaa henkilöä.

Due diligencen eli asianmukaisen huolellisuuden noudattamisen laiminlyönnistä saattaa seurata siviili- tai rikosoikeudellinen vastuu. Todistustaakka siviilioikeuden puolella siitä, että on ollut asianmukaisen huolellinen (duly diligent) on sillä, joka siihen vetoaa. Varsinkin USA:ssa tuomioistuimet ovat olleet aktiivisia määritellessään sopivia huolellisuusstandardeja finanssimarkkinoilla toimiville henkilöille, jotka ammatikseen hallinnoivat toisten ihmisten varoja.[690]

[690] Rider: Due Diligence etc., s. 122–123; Ks. Syrjänen: Arvopaperimarkkinalain mukaisen vahingonkorvausvastuun tuottamusedellytys ja due diligence, s. 100–101.

Ks. myös RL 9:2, jonka mukaan oikeushenkilö tuomitaan yhteisösakkoon, jos sen toiminnassa ei ole noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi.

4 Hyötymistarkoitus ja tiedon hyväksikäyttö

Sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuus edellyttää aina tarkoitusta hankkia itselle tai toiselle taloudellista hyötyä. *Hyötymistarkoitus* ilmenee tyypillisesti siten, että määrätyn tiedon johdosta ryhdytään luovuttamaan tai hankkimaan arvopapereita, koska kyseisen tiedon perusteella uskotaan niiden arvon laskevan tai nousevan. Todellisen hyödyn saaminen ei kuitenkaan ole sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistavuuden edellytys, vaan säännös kriminalisoi pelkän riskin siitä, että henkilö voisi saada hyötyä[691]. Käytännössä lienee mahdotonta näyttää hyötymistarkoitusta toteen juuri millään muulla keinolla kuin sillä, että henkilö on tietoisena sisäpiirintiedosta ryhtynyt käymään arvopaperikauppaa. Yhdeksi lähtökohdaksi hyötymistarkoituksen selvittämisessä voidaan myös ottaa olettamus, että tekijän tarkoitus ilmenee siitä, kenelle arvopaperikaupan tuottama hyöty on jäänyt, jos sitä on ylipäätään saatu[692].

> "Selonottovelvollisuuden yhteydessä hyötymistarkoituksesta ei ole aina edellytetty erityistä itsenäistä selvitystä, jos menettely on tyypillisesti sellainen, joka tunnusmerkistön muutoin täyttyessä tehdään hyötymistarkoituksessa, kuten on pääsääntöisesti kyse sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevissa tapauksissa."[693]

Tiedon *hyväksikäytön* vaatimus sisältää elementin kausaalisuudesta eli teoriassa on näytettävä toteen henkilön tehneen kaupat arvopaperilla ja pyrkineen saamaan hyötyä nimenomaan kyseisen tiedon perusteella.[694] Tämän näyttäminen on usein mahdollista vain samalla tavalla olosuhteiden ja tapahtumainkulun välityksellä kuin hyötymistarkoituksen.[695] Jos henkilön kaupankäynnin motiivina on ollut esimerkiksi lainsäädännön asettama velvoite ja luovutus tapahtuu tällaisen velvoitteen täyttämiseksi, kysymyksessä ei ole sisäpiirintiedon hyväksikäyttäminen taloudellisen hyödyn hankkimiseksi, vaikka luovutuksesta olisikin ollut hyötyä.[696]

---

[691] Ks. BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 17, jossa todetaan olevan irrelevanttia, kuinka paljon arvopaperin kurssi muuttuu vai muuttuuko ollenkaan, kun tieto julkistetaan.

[692] Ks. Salminen: Velallisen rikos, s. 65.

[693] Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 7–8, joka viittaa esim. ratkaisuun KKO 1995:64.

[694] Ks. Hopt: Insider Regulation and Timely Disclosure, s. 9.

[695] Ks. Hansen: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 285. Tiedon käytön vaatimus ei muuta sitä, että normaalisti on riittävää osoittaa tietoisuus sisäpiirintiedosta kaupantekohetkellä.

[696] HE 254/1998 vp, s. 21.

Vaikka hyväksikäyttö käsitteenä tuntuu viittaavan siihen, että hyväksikäyttöön liittyy implisiittisesti tavoite saada jotain hyötyä, voidaan ainakin ajatuksellisesti hyötymistarkoituksen ja hyväksikäytön välillä katsoa olevan myös jonkinlaista sisällöllistä eroa. Hyötymistarkoitus ilmentää selvemmin pyrkimystä johonkin tavoitteeseen, kun taas hyväksikäytössä on kysymys enemmänkin välineellisestä seikasta. Sisäpiirintietoa käytetään hyväksi välineenä, jotta päästäisiin haluttuun tavoitteeseen eli taloudelliseen hyötyyn. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä tulkittaisiin kuitenkin todennäköisesti aivan samalla tavalla kuin nykyisin, vaikka siinä puhuttaisiin pelkästä sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä ilman, että mitään erillistä taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta edes mainittaisiin, koska normaalisti kaikessa arvopaperikaupassa nimenomaisena tarkoituksena on saada taloudellista hyötyä joko kurssinousuna tai kurssilaskun välttämisenä taikka osinkoina.[697]

> Helsingin raastuvanoikeus on todennut antamassaan ratkaisussa[698] "arvopaperimarkkinalain 5 luvun 1 §:n säännöksen tarkoituksena olevan suojata luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan ja tehokkaaseen toimintaan kieltämällä yleisesti luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö arvopaperikaupassa. Sille seikalle, että kaupan vastapuolena oli ollut taho, jolla oli samaa luottamuksellista tietoa, ei ole annettu merkitystä rikoksen tunnusmerkistössä. Se ei poista teon rangaistavuutta."
>
> Tapauksessa puolustus oli vedonnut siihen, että ostajana oli kyseisen arvopaperin liikkeeseen laskeneen yhtiön toimitusjohtaja, jolla oli parhaat tiedot yhtiön tilasta, joten hyväksikäyttö ei voinut olla kysymyksessä.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistössä edellytetään tarkoitusta hankkia taloudellista hyötyä. Tapahtuma-aikana voimassa olleen alkuperäisen lainsäännöksen nimi oli luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö ja siinä puhuttiin aineellisen edun hankkimisesta. Sekä taloudellisella hyödyllä että aineellisella edulla lienee kuitenkin asiallisesti tarkoitettu samaa.

---

[697] Ks. Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999). Käräjäoikeus ei ole erikseen ottanut kantaa hyötymistarkoitukseen, vaan ainoastaan todennut, ettei henkilö tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttänyt sisäpiirintietoa hyväkseen. Tapaus koski vanhan lain mukaista sisäpiirintiedon luvatonta hyväksikäyttöä.

Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 26. Oikeus totesi sisäpiirintietoa hyväksikäytetyn ja siitä olleen hyötyä. Hyötymistarkoitus ilmeisesti sisältyi hyväksikäyttöön tai siihen, että tiedon käytöstä oli tosiasiallisesti hyötyä.

Ks. Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 18. Vaikka tuomiossa on hyötymistarkoitus- ja hyväksikäyttökysymykset eroteltu toisistaan, on taloudellisen hyödyn tavoittelun osalta kuitenkin erikseen todettu sen lähes poikkeuksetta olevan ainakin osamotiivina yksityisen henkilön hankkiessa osakkeita. Tiedon hyväksikäyttöä taas on käsitelty syyksiluettavuuden yhteydessä.

Ks. BAWe-Deutshe Börse, s. 18. Sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä on kyse, jos henkilö hyödyntää etukäteistietoa tarkoituksenaan saada taloudellista hyötyä.

Ks. myös 2003/6/EY: MAD, artikla 2(1), joka puhuu vain tiedon käyttämisestä.

[698] RaO R 91/8745 (18.10.1993)

Raastuvanoikeuden ratkaisun perusteluja ei pidä ottaa yleispätevänä siltä osin, kuin niissä todetaan, ettei sille seikalle, että kaupan vastapuolena oli ollut taho, jolla oli samaa luottamuksellista tietoa, ole annettu merkitystä rikoksen tunnusmerkistössä. Perustelut on luettava lähinnä tähän yksittäistapaukseen liittyvänä, koska luottamuksellista tietoa ei yleisesti ottaen ole mahdollista hyödyntää arvopaperikaupassa, jos molemmilla osapuolilla on samat tiedot. Sillä, että kaupan molemmilla osapuolilla on samat tiedot käytössään kaupantekohetkellä, on merkitystä teon täyttymistä harkittaessa.

Kaupankäynti arvopapereilla on mahdollista myös sellaiselle henkilölle, jolla on sisäpiirintietoa hallussaan edellyttäen, että sama tieto on myös vastapuolella. Ongelmaksi muodostuu se, miten varmistaa vastapuolen tietoisuus sisäpiirintiedosta.[699] Tämä ei olekaan mahdollista anonyymeillä markkinoilla. Kysyntään ja tarjontaan perustuvassa jatkuvassa kaupankäynnissä,[700] jossa osto- ja myyntitarjoukset syötetään pörssin kaupankäyntijärjestelmään, järjestelmä täsmäyttää automaattisesti toisensa kohtaavat osto- ja myyntitarjoukset siinä järjestyksessä kuin ne järjestelmään syötetään. Näin ollen vastapuolen valitseminen ei ole mahdollista, vaan järjestelmä suorittaa valinnan osapuolista riippumatta täysin automaattisesti.[701]

Tätä taustaa vasten raastuvanoikeuden perustelut käyvät ymmärrettäviksi. Jos käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen käydessään arvopaperikauppaa ja kaupankäyntijärjestelmä vahingossa arpoo vastapuoleksi toisen sisäpiiriläisen, ei suinkaan vapaudu vastuusta sillä perusteella, että molemmilla osapuolilla oli sama tieto hallussaan kaupantekohetkellä. Pelkkä osallistuminen jatkuvaan kaupankäyntiin muita paremman tiedon nojalla vaarantaa luottamusta markkinoiden puolueettomaan toimintaan. Tekijän näkökulmasta katsoen tiedon hyväksikäyttäminen on periaatteessa tapahtunut jo siinä vaiheessa, kun toimeksianto on annettu, eikä pelkkä sattumanvarainen vastapuolen valikoituminen tiedon hyväksikäytön tarkoitusta poista.

Vastapuolen valitseminen on mahdollista pörssin ulkopuolisissa kaupoissa, jälkipörssissä ja jatkuvassa kaupankäynnissä sopimuskaupassa. Näissä tapauksissa kauppa voidaan sopia etukäteen ostajan ja myyjän kesken, jolloin voidaan myös varmistaa, mitä vastapuoli tietää. Silloin ei voida syyttää sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, koska molemmat osapuolet ovat tiedollisesti samassa asemassa

---

[699] Ks. myös Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 152. Kyseessä ei ole sisäpiirintiedon väärinkäyttö, jos kaupan osapuoli varmistuu siitä, että myös toisella osapuolella on sama informaatio hallussaan. Pelkkä oletus tai usko siitä, että vastapuolella on sama tieto, on joka tapauksessa huolimatonta eikä vapauta vastuusta.

[700] Jatkuva kaupankäynti on osa julkista kaupankäyntiä. Muita osia ovat päivän avaus, jälkipörssi I ja II.

[701] Arvopaperinvälittäjä voi HETI-kaupankäyntijärjestelmässä valita "ruudulta" järjestyksessä parhaan tarjouksen, jonka hän hyväksyy, mutta silloinkaan ei välittäjä tiedä kuka loppuasiakas on kaupan toisella puolella.

eikä luottamus markkinoiden toimintaan vaarannu. Edellytyksenä on luonnollisesti se, että kaupalla ei ole muutoinkaan tarkoitus vääristää kurssitasoja, vaan noudattaa niitä kaupankäyntisääntöjä, jotka koskevat jälkipörssi- tai sopimuskauppoja.[702]

Määräämisvallan antavan osake-erän luovuttamisella tai vastaanottamisella tai liiketoiminnan laajentamista tai järjestämistä koskevassa kaupassa ei yleensä ole sama tavoite kuin tavallisissa arvopaperikaupoissa. Niiden yhteydessä tapahtuvat arvopaperien siirrot eivät vaaranna arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta, vaikka kaupan osapuolet vaihtavatkin myös sisäpiirintietoina pidettäviä tietoja ja käyttävät sitä samaa kummankin tuntemaa tietoa keskinäisessä kaupankäynnissään.[703]

Sisäpiirintietojen vaihtaminen tavanomaisten arvopaperikauppojen yhteydessä estyisi periaatteessa sisäpiiridirektiivin 3(a) artiklan avulla. Artikla kieltää sisäpiirintietojen ilmaisemisen sivullisille, jollei se tapahdu osana kyseisen henkilön tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävien suorittamista.[704] Liiketoiminnan järjestelyjen yhteydessä tapahtuvaa tietojen vaihtamista artikla ei estä, koska ne epäilemättä useimmiten kuuluvat työn tai tehtävien piiriin. Sen sijaan sisäpiirintiedon ilmaiseminen pelkästään omien henkilökohtaisten arvopaperikauppojen suorittamiseksi on kielletty.

Tiedon hyväksikäytön erityistilanteita

Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksessä puhutaan *taloudellisen hyödyn* hankkimisesta. Taloudellista hyötyä ei kuitenkaan ole säännöksessä tai lain esitöissä tarkemmin määritelty. Törkeää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa pykälässä mainitaan hyödyn lisäksi *henkilökohtainen etu*. Hallituksen esityksessä törkeän tekomuodon yksityiskohtaisissa perusteluissa sanalla etu on tarkoitettu muutakin kuin arvopaperin arvon tai hinnan muutoksesta suoraan seuraavaa taloudellista hyötyä. Henkilökohtaisena etuna voitaisiin pitää esimerkiksi sellaisesta liikesuhteen jatkuvuudesta ja tiivistymisestä seuraavaa etua, jonka arvopaperin välittäjä saa osallistuessaan toimeksiantajalleen edulliseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Myös jonkin yhteisön palveluksessa olevalle saattaa tulla huomattavaa henkilökohtaista etua tällaisesta rikoksesta esimer-

---

[702] Ks. myös Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 317, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö ei täyty, jos molemmilla osapuolilla on sama tieto ja kauppa tehdään markkinapaikan ulkopuolella.

Rahoitustarkastuksen jo kumotussa ohjeessa (nro Rata 203.1, kumottu 1.1.1999) todettiin sisäpiirintiedon väärinkäytön koskevan tilanteita, joissa vastapuolella ei ole samoja tietoja käytössään. Vaikka ohje ei ole enää voimassa eikä tulkintaa enää mainita missään muussakaan Rahoitustarkastuksen määräyksissä tai ohjeissa, voidaan tulkintaa edelleen pitää oikeaan osuvana.

[703] Ks. edellä luku IV 2.1; Ks. Counsell: Defences to Insider Dealing s. 94.

[704] Ks. myös 2003/6/EY: MAD, artikla 3(a).

kiksi menestyksenä urallaan, vaikkei se hänelle välittömästi tuottaisikaan erityisen suurta taloudellista hyötyä.[705]

Tarkemman määrittelyn puuttuessa voidaan taloudellisella hyödyllä katsoa tarkoitettavan laajasti kaikenlaista taloudellista hyötyä sekä suoraa että välillistä, kuten törkeän tekomuodon yksityiskohtaisissa perusteluissa on mainittu.[706] Hyötymistarkoituksen on kuitenkin aina oltava syy-yhteydessä sisäpiirintietoon.

On olemassa tilanteita, joissa saatu taloudellinen hyöty liittyy sisäpiirintietoon mutta joissa muuten on tiettyjä perusteita katsoa, ettei kyse ole sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Esimerkkinä tällaisesta tilanteesta voidaan mainita optioehtojen mukaisesti tapahtuva osakkeiden *merkitseminen* optio-oikeuksilla ajankohtana, jona henkilöllä on objektiivisesti arvioiden positiivista sisäpiirintietoa hallussaan. Jos kyseinen henkilö merkitsee osakkeita optio-oikeuksillaan ennen tiedon julkistamista ja siten ennen oletettua kurssinousua, maksaa hän tuloveroa merkitsemistään osakkeista vähemmän kuin tiedon julkistamisen ja kurssinousun jälkeen, koska vero määräytyy osakkeiden merkintäpäivän kurssin mukaan. Vero lasketaan päivän kurssin ja merkintähinnan erotuksesta.

> Tuloverolain 66 § 3 momentin mukaan veronalaista ansiotuloa on etu työsuhteeseen perustuvasta oikeudesta saada tai hankkia yhteisön osakkeita tai osuuksia käypää alempaan hintaan vaihtovelkakirjalainan, optiolainan, optio-oikeuden tai muun näihin rinnastettavan sopimuksen tai sitoumuksen perusteella (työsuhdeoptio). Edun arvoksi katsotaan osakkeen tai osuuden käypä arvo sillä hetkellä, kun työsuhdeoptiota käytetään, vähennettynä verovelvollisen osakkeesta tai osuudesta ja työsuhdeoptiosta yhteensä maksamalla hinnalla. Etu katsotaan sen verovuoden tuloksi, jona työsuhdeoptiota käytetään. Työsuhdeoptiota katsotaan käytettävän, kun verovelvollinen saa tai hankkii sen kohteena olevat osakkeet tai osuudet. Työsuhdeoption käyttämiseen rinnastetaan sen luovutus. Tällöin edun arvoksi katsotaan työsuhdeoption luovutushinta vähennettynä luovuttajan maksamalla hinnalla. Työsuhdeoption perusteella saatua etua pidetään työsuhdeoption alkuperäisen saajan veronalaisena ansiotulona siinäkin tapauksessa, että hän on luopunut oikeudestaan lahjoittamalla työsuhdeoption edelleen tai muutoin luovuttanut työsuhdeoption intressipiirissään olevalle taholle. Näitä luovutuksia ei pidetä työsuhdeoption käyttämisenä.

---

[705] HE 254/1998 vp, s. 24; Ks. HE 80/2000, RL 10:2:n yksityiskohtaiset perustelut. Taloudellisena hyötynä pidetään rahan lisäksi myös sellaista esinettä tai oikeutta, jolla on raha-arvoa. Rikoksen tuottamaa hyötyä on paitsi rikoksella suoraan saatu hyöty myös rikoksen tekemisestä saatu palkkio.

Ks. Nieminen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, s. 202. Usein arvopaperimarkkinarikoksen tavoitteena ei ole ainakaan välittömästi henkilökohtainen etu vaan yhteisön etu.

[706] Ks. myös Ratan lausunto 11.9.2001 (dnro 17/280/2001).

Osakkeiden merkintä optio-oikeuksilla tapahtuu ennalta määrättyyn hintaan riippumatta siitä, tehdäänkö se ennen vai jälkeen mainitun sisäpiirintiedon julkistamisen, ja riippumatta osakkeen päivän kurssista. Edellytyksenä merkinnälle on luonnollisesti vain se, että merkintähinta on päivän kurssia alhaisempi. Lain rationa on korostaa luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen eli siihen, että markkinoilla kaikki ovat samassa asemassa toimintaoikeuksien ja -mahdollisuuksien suhteen. Kaikilla sijoittajilla on oltava samanlaiset mahdollisuudet käyttää hyväkseen arvopapereita ja niiden liikkeeseenlaskijoita koskevia tietoja.[707]

Kyseinen sisäpiirintiedon hyväksikäyttö merkintäajankohtaa valittaessa ja siitä saatava verohyöty ei ole menettelynä sellaista sisäpiirintiedolla hyötymistä, joka vaarantaisi luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen, koska optio-oikeuksilla tapahtuvan osakemerkinnän hinta on aina ajankohdasta huolimatta sama ja etukäteen määrätty. Toisaalta merkittävät osakkeet ovat uusia yhtiöltä saatavia osakkeita, jolloin ei ole edes anonyymiä vastapuolta, jonka asema huononisi merkintöjen johdosta. Vastapuoli on itse yhtiö, jolla on samat tiedot kuin optioiden haltijoilla. Optioihin perustuvassa uusmerkinnässä sisäpiirintietoa ei hyödynnetä eikä muutenkaan käytetä muiden markkinoilla toimivien vahingoksi.[708]

Tätä tulkintaa puoltaisi myös se, että sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön täyttymistä ei liene tarkoitettu riippuvaiseksi eri maiden verotusjärjestelmistä. Suomessa optio-oikeuksilla osakkeita merkittäessä maksetaan tuloveroa merkintäpäivän mukaan, mutta ulkomaalaisten osalta tilanne ei välttämättä ole samanlainen, vaan vero voi määräytyä aivan eri ajankohdan kuin merkintäpäivän perusteella, kuten esimerkiksi merkittyjen osakkeiden realisointipäivän mukaan. Lain tarkoituksen kannalta ei ole hyväksyttävää, että ainoastaan Suomessa verovelvollinen henkilö joutuisi tällaisesta teosta rikosvastuuseen ja hänkin lähinnä vain fiskaalisten intressien vuoksi, mutta ulkomaalainen ei, koska ulkomaalaisen kohdalla ei tunnusmerkistön mukainen hyötymismahdollisuus tältä osin täyttyisi.[709]

Optio-oikeuksien yhteydessä puhutaan joskus myös niin sanotusta myy ja merkitse -järjestelystä, jossa optio-oikeuksien haltija myy pörssissä osan optio-

---

[707] HE 254/1998 vp, s. 4.

[708] Rahoitustarkastus on katsonut, että merkinnöissä on lähinnä kyse saman jo olemassa olevan varallisuusarvoisen oikeuden muuttumisesta toiseen muotoon eikä uuden varallisuuden hankinnasta sisäpiirintiedon avulla (Lausunto 11.9.2001, Dnro 17/280/2001).

[709] Ks. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 340. Taloudellista hyötyä tulisi tarkastella korkeintaan siihen pisteeseen, jossa hyöty koskisi yhtäläisesti kaikkia saman toimenpiteen suorittavia henkilöitä. Tällöin esimerkiksi verotuksellinen hyöty jäisi sisäpiirisäännöksen tarkoittaman taloudellisen hyödyn määritelmän ulkopuolelle.

Ks. myös VML (1558/1995) 28 §, jonka mukaan muun muassa silloin, jos toimenpiteeseen on ryhdytty ilmeisesti siinä tarkoituksessa, että suoritettavasta verosta vapauduttaisiin, voidaan verotettava tulo ja omaisuus arvioida.

oikeuksista pystyäkseen maksamaan loppujen osakkeiden merkintähinnan sekä myynnistä ja merkinnästä aiheutuvat veroseuraamukset. Yleisenä edellytyksenä sisäpiiririkoksen täyttymiselle on, että tunnusmerkistön mukainen hyötymistarkoitus täyttyy. Jos tätä tarkoitusta ei ole, teko ei täyty. Sisäpiirintiedon perusteella tapahtuvan toiminnan on oltava oikeansuuntaista suhteessa tiedon sisältöön, eli arvopaperin arvoon negatiivisesti vaikuttava sisäpiirintieto ei estä niiden hankintaa ja toisaalta positiiviset tiedot eivät estä luovutusta. Edellä mainitun myy ja merkitse -transaktion laillisuus riippuukin lähinnä siitä, minkä luonteisesta sisäpiirintiedosta on kyse. Osakkeen arvoon negatiivisesti vaikuttavien tietojen perusteella ei optio-oikeuksien myynti ole mahdollista rikkomatta sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä.[710]

Sisäpiirintietoon kuuluvan olennaisuusedellytyksen ohella hyötymistarkoitus epäilemättä tulee olemaan tunnusmerkistön keskeinen elementti, jonka puuttumiseen käytännössä pyritään vetoamaan, kun tuomioistuimet käsittelevät sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksia. Hyötymistarkoitus tulee helposti presumoiduksi tilanteissa, joissa henkilö on tietoinen sisäpiirintiedosta kaupanteon hetkellä, ellei hänellä ole antaa uskottavampaa selitystä arvopaperikauppojen toteuttamiselle.[711]

Sääntely muissa maissa

Ruotsissa sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei edellytä, niin kuin Suomessa, tiedon hyväksikäyttöä tai taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta. Käytännössä sisäpiirintiedon väärinkäytössä on aina kyse hyödyn tavoittelusta, mutta tunnusmerkistötasolla sen mainitsematta jättäminen vähentää ainakin teoriassa syyttäjän näyttötaakkaa.[712]

Norjassa arvopaperikauppalain 2-1 §:n toisessa kappaleessa todetaan säännöstä sovellettavan vain sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, joten teoriassa pelkkä tietoisuus sisäpiirintiedosta kaupanteon hetkellä ei itsessään vielä riitä teon täyttymiseen.[713]

Tanskassa rangaistavuudelta ei ole erikseen edellytetty tiedon hyväksikäyttöä tai tarkoitusta hankkia taloudellista hyötyä. Tietoisuus sisäpiirintiedosta kaupanteonhetkellä saanee kuitenkin itsessään aikaan oletuksen tiedon käytöstä[714].

Saksan arvopaperikauppalain 14 § kieltää sisäpiirintiedosta tietoisia henkilöitä käyttämästä kyseistä tietoa hyväksi hankkiakseen tai luovuttaakseen

---

[710] Ratan lausunto 11.9.2001 (dnro 17/280/2001).

[711] Ks. esim. Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000); Vrt. Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym.

[712] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 101, jonka mukaan tahallisissa sisäpiiririkoksissa syyttäjän on näytettävä syytetyn olleen tietoinen, että hän tietoa hyväksikäyttämällä syyllistyi rikokseen.

[713] Ks. Reed: Straffbar innsidehandel, s. 296 ja 302; Ot prp nr 29, Norge, s. 31 ja 43.

[714] Hansen: Informationsmisbrug, s. 331; Hansen: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 285. Vaatimus sisäpiirintiedon *käyttämisestä* koskee luultavimmin myös Tanskan oikeutta.

Ks. myös Clausen: Børsret, Insider handel, s. 53.

sisäpiiriarvopapereita omaan tai toisen lukuun. Sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä on kyse, jos henkilö hyödyntää etukäteistietoa tarkoituksenaan saada taloudellista hyötyä[715].

Ranskassa sisäpiiririkkomus käsittää COB:n määräyksen 2–5 artiklojen mukaan sisäpiirintiedon hyväksikäytön omaksi tai toisen hyödyksi ostamalla tai myymällä kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeita tai niihin liittyviä finanssi-instrumentteja. Sisäpiiririkoksen tunnusmerkistössä ei nimenomaisesti mainita sisäpiiririkkomuksen tavoin tiedon hyväksikäyttöä, mutta oikeuskäytäntö on kuitenkin edellyttänyt tiedon vaikuttavan ratkaisevasti arvopaperikauppojen tekemiseen.[716]

Yhdistyneessä kuningaskunnassa ei rikoslain eikä FSMA:n mukaisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä tunnusmerkistön täyttymisen edellytyksenä ole tiedon nimenomainen hyväksikäyttö tai tarkoitus hankkia taloudellista hyötyä. FSMA:ssa käytetty sanamuoto kuitenkin viittaa tiedon hyväksikäyttöön todetessaan väärinkäytön edellyttävän käyttäytymistä, joka perustuu tietoon.

Vertailusta ilmenee, että monista tunnusmerkistöistä puuttuu kokonaan nimenomaiset vaatimukset hyötymistarkoituksesta ja tiedon hyväksikäytöstä. Suomalaisessa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistössä edellytetään taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta ja sisäpiirintiedon hyväksikäyttöä, mutta muissa maissa varsinkaan taloudellisen hyödyn hankkimistarkoitusta ei ole erikseen vaadittu näytettäväksi. Tiedon hyväksikäytön vaatimus sisältyy Norjan, Saksan ja Ranskan sisäpiirisäännöksiin sekä ruotsalaiseen neuvomalla tapahtuvaan sisäpiiririkokseen. Yhdistyneen kuningaskunnan kaksijakoisessa systeemissä vain hallinnollisen rikkomuksen tunnusmerkistössä edellytetään tiedon hyväksikäyttöä.

Tämä ei silti tarkoita, että säännöksissä olisi kyse objektiivisesta vastuusta, jos niiden tunnusmerkistöissä ei mainita tiedon hyväksikäyttöä, vaan edellytetään ainoastaan tietoisuutta sisäpiirintiedosta kaupanteon hetkellä. Kaikissa säännöksissä objektiivinen vastuu rajautuu pois, koska säännökset edellyttävät tekijältä tahallisuutta tai vähintään tuottamusta. Epäilemättä jo sisäpiiririkoksen luonne on sellainen, että tiedon hyväksikäytön ja taloudellisen hyödyn tavoittelun katsotaan implisiittisesti olevan kaiken takana. Tähän viittaa myös se, että vaikka tiedon hyväksikäyttöä ei joissain sisäpiirisäännöksissä nimenomaisesti vaadita, säännöksissä on erikseen mainittu tilanteita, joissa arvopaperikauppojen tekeminen ei ole kiellettyä sisäpiirintiedon hallussa olosta huolimatta[717]. Hyväksikäytön mainitsematta jättäminen tunnusmerkistössä vähentää kuitenkin hieman syyttäjän näyttötaakkaa.

---

[715] BAWe-Deutshe Börse, s. 18.
[716] Ks. Gaillard: France (Insider Trading), s. 67.
[717] Ks. luku IV 1.3, (turvasatamat).

5 Syyksiluettavuus

5.1 TAHALLISUUS

5.1.1 Yleistä tahallisuudesta

Tahallisuuden arvioinnissa määräävää on tahdontoiminnan hetki, mitä tekijä on teon hetkellä mieltänyt ja tahtonut.[718] Rikosvastuun perusteeksi ei kelpaa syyllisyys, joka esiintyy tahdontoiminnan jälkeen. Peittämisperiaatteen mukaisesti tahallisuuden on katettava teonkuvaus kaikilta keskeisiltä osiltaan. Tekijän ei siten tarvitse tuntea yksityiskohtaisesti niitä seikkoja, jotka täyttävät tunnusmerkistön, vaan riittää, että hän tuntee ne pääpiirteiltään.[719]

Tahallisuusteorioiden avulla pyritään päättelemään rikoksentekijän ajatuksia niistä seikoista, joista säännöksen muodostama tunnusmerkistö koostuu. Vedettäessä rajaa tuottamukseen päin on pääpaino voitu asettaa joko mieltämisen todennäköisyyteen (tietoisuus- tai mieltämisteoria) tai tekijän tahdon suuntautumiseen (tahtoteoria). Vanhemmassa oikeuskäytännössä ja oikeuskirjallisuudessa annettiin ratkaiseva merkitys sille, mikä oli tekijän tahdon suuntautuminen mahdolliseksi miellettyyn seuraukseen.[720] Jos tahdon suunta oli hyväksyvä tai ainakin välinpitämätön, seuraus katsottiin aiheutetuksi tahallaan. Jos tekijän tahto taas suhtautui torjuvasti seurauksen toteutumiseen, kyseessä oli tuottamus. Uudemmassa oikeuskäytännössä on painotus siirtynyt mieltämisen todennäköisyyden korostamiseen. Korkeimman oikeuden oikeuskäytännössä on esiintynyt tapauksia, joissa ratkaisevaksi kriteeriksi on muodostunut varsin todennäköisen raja. Jos tekijä piti seurauksen syntyä varsin todennäköisenä, hän aiheutti sen tahallaan.[721]

---

[718] Koskinen: Rikosoikeus, s. 40.

[719] Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 82–83; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 227; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 334.

[720] Ks. Matikkala: Tahallisuuden alimmasta asteesta, s. 965. Oikeuskäytännössä ei ennen vuotta 1978 löytynyt tahallisuuden alinta astetta nimenomaisesti määrittävää ennakkotapausaineistoa. Näin ollen tahallisuuden alinta astetta koskevaa sisältönormia oli lainvalmisteluasiakirjojen lisäksi etsittävä oikeustieteessä esitetyistä kannanotoista.

[721] Ks. Koskinen: Rikosoikeus, s. 40–41; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 223; Backman: Rikosoikeuden yleiset opit KKO:ssa 1980–1986, s. 562–563.

Ks. HE 6/1997 vp, s. 33 ja 38. Rikoslain kokonaisuudistuksen kolmannessa vaiheessa oli yksittäisiä rikostunnusmerkistöjä, joiden osalta ehdotettiin käytettäväksi varsin todennäköinen -kriteeriä. Esimerkiksi ehdotuksessa vääräksi ilmiannoksi (RL 15:6) säännöksen soveltaminen edellyttää, että ilmiantaja tietää antamansa tiedon vääräksi tai ainakin pitää sitä varsin todennäköisesti vääränä.

Tuomioistuimet ovat saattaneet tehdä ratkaisunsa joissain tapauksissa puhtaan intuitiivisesti ja perustella sen jälkeen päätöksensä vallitsevalla tahallisuusteorialla varsinkin, jos teon tahallisuuteen liittyi näyttöongelma.[722] Näissä tapauksissa perustelut eivät täysin vastaa tahallisuuden todellista arviointia. Intuition ongelmana todistusharkinnassa onkin ratkaisuperusteiden kontrolloimattomuus[723]. Näyttövaatimuksesta on todettu, että todistusvaikeudet tahallisuuden osalta luovat paineita alhaisempaan näyttöön tyytymiseen[724].

Tahallisuuden arviointi ei ole enää pelkästään oikeuskäytännön ja -kirjallisuuden varassa, vaan nykyisin tahallisuus on seurausrikosten osalta määritelty rikoslaissa.[725] Uuden RL 3:6:n mukaan tekijä on aiheuttanut tunnusmerkistön mukaisen seurauksen tahallaan, jos hän on tarkoittanut aiheuttaa seurauksen taikka pitänyt seurauksen aiheutumista varmana tai varsin todennäköisenä. Seuraus on aiheutettu tahallaan myös, jos tekijä on pitänyt sitä tarkoittamaansa seuraukseen varmasti liittyvänä.

> Hallituksen esityksen[726] tahallisuusmääritelmässä puhuttiin tunnusmerkistön toteutumisesta eikä seurauksen aiheutumisesta. Eduskuntakäsittelyn aikana määritelmä rajattiin koskemaan vain seurausrikoksia. Tahallisuusmääritelmää ei siten ole välttämätöntä soveltaa sellaisenaan niin sanottuihin puhtaisiin tekorikoksiin, vaan tahallisuuden arvioinnissa voidaan tekorikosten osalta soveltaa myös muita vaihtoehtoja.[727] Valmisteluvaiheessa oli esillä myös positiivisen tahtoteorian mukainen vaihtoehto[728]. Tahallisuuden alaraja olisi rajattu siihen, mitä tekijä teon hetkellä piti varsin todennäköisenä taikka varteenotettavana mahdollisuutena, milloin menettelyn katsottiin osoittavan hänen hyväksyneen tunnusmerkistön toteutumisen.[729]

---

[722] Träskman: Kan gärningspersonens uppsåt bevisas osv., s. 68.

Ks. Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä ym., s. 990, jonka mukaan lainkäyttäjä mieltänee tahallisuusoppinsa useimmiten rikoslajikohtaisesti.

Ks. myös Frände: Allmän straffrätt, s. 136, jonka mukaan tahallisuuskonstruktiot pitää testata olemassa olevia todistelumahdollisuuksia vasten.

[723] Klami–Rahikainen–Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 43–44.

[724] Jonkka: Syytekynnys, s. 81.

[725] Rikosoikeuden yleisten oppien uudistus (515/2003) vahvistettiin 13.6.2003 ja tulee voimaan 1.1.2004.

[726] HE 44/2002 vp.

[727] Ks. LaVM 28/2002 vp. Yksityiskohtaiset perustelut (RL 3:6). Seuraustahallisuuden määritteleminen ei ole niin vaikeaa tai kiistanalaista kuin rikostyypeittäin vaihtelevan olosuhdetahallisuuden. Ehdotetun säännöksen on katsottu soveltuvan erityisen huonosti talousrikosten olosuhdetahallisuuteen ja voivan nostaa niiden tahallisuuskynnystä. Sen vuoksi lakivaliokunta ehdotti, että pykälässä säädetään ainoastaan seuraustahallisuudesta.

[728] Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 324–327, jonka mukaan jonkinlainen tahtotahallisuuteen perustuva tahallisuuden alimman asteen malli olisi varsinkin talousrikoksissa tarpeellinen.; Samoin Lahti: Rikosoikeuden yleisten oppien uudistamisesityksen arviointia, s. 153.

[729] Ks. HE 44/2002 vp, s. 84, jossa viitataan korkeimman oikeuden lausuntoon, jonka mukaan vaihtoehtoisen tahallisuuskriteerin soveltaminen olisi omiaan aiheuttamaan epäyhtenäisyyttä tuomioistuinkäytännössä. Ks. myös OLJ 5/2000, s. 98–102.

Yleensä tahallisina rangaistavissa rikoksissa riittää tahallisuuden alimman asteen edellytysten täyttyminen. Poikkeuksen tästä tahallisuuden alimman asteen vaatimuksesta muodostavat ne tunnusmerkistöt, joissa vaaditaan erityistä tarkoitusta taikka joissa olosuhteiden osalta edellytetään tietoa. Tarkoitustahallisuudessa kriminalisoidun seurauksen aikaansaaminen on tekijän tarkoitus. Tarkoituksella ymmärretään siis teon päämäärää, jonka vuoksi tekijä toimi niin kuin toimi. Tavoitteet suuntautuvat tulevaisuuteen eivätkä siten liity jo vallitseviin teko-olosuhteisiin. Teko-olosuhteiden osalta on kyse varmuus- tai todennäköisyys-tyyppisestä tahallisuudesta. Varmuustahallisuus on varmuutta tunnusmerkistön toteutumisesta. Sillä voidaan kattaa teko-olosuhteet ja sellaiset tunnusmerkistötekijät, jotka eivät oikein voi kuulua tekijän tavoitteiden ja tarkoitusten piiriin. Todennäköisyystahallisuuden mukaan tahallisesti toimii myös se, joka pitää varsin todennäköisenä tunnusmerkistön edellyttämien olosuhteiden käsilläoloa.[730]

Sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistössä teolta edellytetään, että se on tehty tarkoituksessa hankkia taloudellista hyötyä. Tavoitteet on siten suunnattu tulevaisuuteen. Toisaalta sisäpiiririkoksissa tahallisuudelta edellytetään olosuhteiden osalta sitä, että tekijä tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa[731]. Tätä tietoisuusvaatimusta tiedon sisäpiiriluonteesta ei kuitenkaan ole asetettu teon tunnusmerkistöön niin, että sisäpiiririkoksilta voitaisiin katsoa edellytettävän tältä osin varmuustahallisuutta. Muiden tunnusmerkistötekijöiden kuin hyötymistarkoituksen osalta tunnusmerkistön täyttymiseen riittää tahallisuuden alin aste taikka törkeä tuottamus[732]. Tahallisuuden kokonaisarvioinnissa voi käytettäviä elementtejä siten löytyä useammasta kuin yhdestä tahallisuuden asteesta[733].

---

[730] HE 44/2002 vp, s. 74 ja 85–88. Teko-olosuhteiden suhteen tahallisuuden alarajaa määrittää eventualis-asteinen olosuhdetahallisuus. Viimeaikaisissa korkeimman oikeuden ratkaisuissa myös teko-olosuhteiden osalta rajaksi on asetettu se, onko tekijän katsottu pitäneen niiden käsilläoloa varsin todennäköisenä.

Ks. LaVM 28/2002 vp. Yksityiskohtaiset perustelut (RL 3:6). Olosuhdetahallisuus jää oikeuskäytännössä arvioitavaksi, jolloin huomioon on otettava tunnusmerkistöerehdystä koskeva säännös.

[731] Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 272. Olosuhde ei voi olla tarkoituksen kohteena samalla tavalla kuin seuraus. Vaikka tekijän tarkoituksena olisikin käyttää sisäpiirintietoa väärin ja hän itse pitäisi käyttämäänsä tietoa tällaisena, ei tunnusmerkistö täyty, ellei kyseessä oleva tieto objektiivisesti arvioiden täytä tältä osin tunnusmerkistöä.

[732] Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 7; Ks. luku IV 4. Hyötymistarkoitus kuuluu tämän tutkimuksen systematiikassa tunnusmerkistön mukaisuuden subjektiiviseen puoleen.

[733] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistusta 30 vuotta – entä nyt, s. 724. Eri rikosten keskeisten ominaispiirteiden tunnistaminen ja huomioon ottaminen rikosoikeuden yleisten oppien ja käsitteiden muotoilussa olisi välttämätöntä, jotta lainsäätäjälle ja lainkäyttäjälle annettaisiin riittävät teoreettiset keinot rikosvastuun jäsentämiseen.

Tuottamuksen määritelmää lähestyy jossain määrin sellainen oikeuskirjallisuudessa esiintynyt tahallisuuden muoto, jossa tahallisuuteen riittää, että tekijä pitää olosuhteita oletettavina. Tahallisuusvaatimuksen sisältö olisi erilainen riippuen siitä, onko kyse seurauksen synnystä, jolloin tahallisuusvaatimus olisi tiukempi kuin silloin, kun arvioidaan ainoastaan jonkin olosuhteen vallitsemisen todennäköisyyttä.[734] Kun arvioitavana on ainoastaan teon olosuhteen vallitsemisen oletettavuus, tahallisuusvaatimus on asetettu suhteellisen alhaiseksi.

5.1.2 Tietoisuuden merkitys

Tekijän tietoisuus tunnusmerkistötekijöihin kuuluvista seikoista on ollut tuomioistuinten päätösten perusteluissa tahallisuusarvioinnin tärkein itsenäinen komponentti. Tekijän tahallisuuden toteaminen edellyttää, että tekijällä on ollut tietoisuus. Tahallisuuden tulee sisältää tieto niistä tosiseikoista, joiden olemassaolosta riippuu säännöksen soveltaminen. Oikeudellisen ratkaisutoiminnan kannalta on siten tärkeätä tietää, mistä seikoista voidaan päätellä tekijän tietoisuus ja mitä vaatimuksia tekijän tietoisuudelle on asetettu. Tietoisuuden toteaminen on myös yhteydessä näyttökysymykseen.[735]

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä tahallisuudelta edellytetään, että tekijä on mieltänyt käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa. Ryhtyessään toimenpiteeseen tekijän tulee olla tietoinen siitä, että hyväksikäytettävä tieto liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin ja ettei sitä ole julkistettu tai ettei se ole ollut muuten markkinoilla saatavissa sekä että se on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan.[736]

Teko-olosuhteiden osalta tahallisuuden perustilanteena voidaan pitää tietoa tai varmuutta siitä, että teko toteuttaa tunnusmerkistön. Tiedollisia elementtejä painotettaessa asian ratkaisee se, kuinka hyvin tekijä oli selvillä olosuhteiden käsilläolosta.[737] Uuden RL 4:1:n (tunnusmerkistöerehdys) mukaan teko ei

---

[734] Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 152. Frände katsoo välinpitämättömyystahallisuuteen olosuhteiden osalta riittäväksi oletettavuuden eli sen, ettei olosuhde ole täysin epätodennäköinen vaan huomioon otettava mahdollisuus.

[735] Lehtonen: Veropetoksesta, s. 390–401.

[736] HE 254/1998 vp, s. 21; Ks. HE 6/1997 vp, s. 74. RL 16:7:n (väärän todistuksen antaminen viranomaiselle) yksityiskohtaisissa perusteluissa todetaan, että todistuksen sisällön tulee olla tekijän tieten totuudenvastainen. Tahallisuuteen ei riitä tietoisuus, että todistus mahdollisesti on väärä.

[737] HE 44/2002 vp, s. 73–74.

Ks. myös Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 280, joka toteaa, että bulvaanijärjestelyissä on usein jo lähtökohtana muodollisen vastuuaseman ottaminen, mutta tarkoituksellinen tietämättömyys tosiasiallisesta toiminnasta. Tehtävä- ja vastuujaolla tietoisuutta voidaan yrittää viipaloida niin, ettei kenellekään näytä muodostuvan riittävää kokonaiskuvaa. Rikosoikeudellisten tulkintojen ei tulisi suosia rikosvastuun välttämistä muodollisilla yhtiöoikeudellisilla vastuujärjestelyillä. Ks. esim. KKO 2001:86.

ole tahallinen, jos tekijä ei teon hetkellä ole selvillä kaikkien niiden seikkojen käsilläolosta, joita rikoksen tunnusmerkistön toteutuminen edellyttää, tai jos hän erehtyy sellaisesta seikasta[738].

Koska sisäpiirintiedon väärinkäytössä sekä tahalliselta että tuottamukselliselta teolta edellytetään hyötymistarkoitusta ja tiedon hyväksikäyttöä, tekijän varsinaisen tahdonmuodostuksen keskeiseksi arviointikriteeriksi syyksiluettavuuden osalta jää tietoisuus tiedon sisäpiiriluonteesta. Tahallinen ja tuottamuksellinen tekomuoto eroavat toisistaan juuri sen perusteella, onko tekijä tiennyt käyttämänsä tiedon olevan sisäpiirintietoa vai ei. Tärkeintä olisikin, että tahallisuudessa edellytettäisiin tekijältä todellista mieltämistä tunnusmerkistön täyttymisen suhteen eikä yritettäisi määritellä tekijän arvioiman todennäköisyyden asteita tai rakentaa konstruktioita suoraan selonottovelvollisuuden varaan[739].

> Käräjäoikeus tuomitsi eräässä sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksessa kolme henkilöä sakkoihin.[740] Tapauksessa oikeus katsoi riittävän suurella todennäköisyydellä selvitetyksi, että kyseiset henkilöt olivat olleet tietoisia sisäpiirintiedosta. Tätä tietoisuutta perusteltiin tuomiossa lähinnä viittaamalla ulkoisiin tosiseikkoihin kuten olosuhteisiin sekä yhden henkilön asemaan toimitusjohtajana. Koska vastaajat olivat alan ammattilaisia ja heidät oli koulutettu tuntemaan asioista annetut säännökset ja määräykset, heidän olisi pitänyt varmistaa, etteivät he käytä sisäpiirintietoa. Laiminlyömällä tämän varmistautumisen vastaajat olivat oikeuden mielestä menetelleet törkeän huolimattomasti. Tuomioistuimen mukaan tapauksessa kyseessä ollut tieto oli

---

[738] Ks. LaVM 28/2002 vp. Yksityiskohtaiset perustelut (RL 4:1). Tunnusmerkistöerehdys on tahallisuuden poissulkeva peruste ja tavallaan tahallisuuden kääntöpuoli. Vastuu tuottamuksellisesta rikoksesta voi kuitenkin tulla kysymykseen tuottamuksen rangaistavuutta koskevien säännösten mukaan.

[739] Nuotio: Taloudellisen rikollisuuden arviointi jne., s. 974–975.

Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 286. Selonottovelvollisuuden liian tiukka soveltaminen voi viedä tahallisuusvastuun osin tuottamuksen puolelle, ellei syyllisyysperiaate toimi vastuun rajoituksena.

Ks. myös Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä ym., s. 990, jonka mukaan kysymys selonottovelvollisuudesta on viime kädessä kriminaalipoliittinen. Yhteiskunnan pitää päättää haluaako se kytkeä tahallisuusvastuun selonottovelvollisuuden kautta tiettyihin epäilyttävyyskynnyksen ylittäviin olosuhteisiin. Hänen mukaansa väärennyksen esitöissä mainitun yleiseen elämänkokemukseen perustuvan selonottovelvollisuuden ideana on ollut kannustaa lain soveltajaa kriminaalipoliittisiin ajatusoperaatioihin. Muuten hän yhtyy Nuotion kantaan pitää kiinni todellisen mieltämisen vaatimuksesta syyllisyysperiaatteen kannalta, mutta hän kysyy, onko se perusteltua rikoksentorjunnan näkökulmasta?

Vrt. esim. Norja, jossa on säädetty (arvopaperikauppalain 2–3 §) liikkeeseenlaskijan johtohenkilöitä koskevasta sisäpiirintiedon olemassaolon selonottovelvoitteesta ennen kauppoja omaan yhtiöön liittyvillä finanssi-instrumenteilla.

Ks. Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 157; Reed: Straffbar innsidehandel, s. 299, jonka mukaan selonottovelvoitteen laiminlyönnistä saattaa seurata todistustaakan kääntyminen, jolloin henkilön on itsensä tarvittaessa näytettävä, ettei hän ollut kaupan teon hetkellä tietoinen sisäpiirintiedosta.

[740] Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 28–29.

julkistamatonta ja omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tiedon käytön katsottiin olleen tahallista ja käytöstä koitui yhtiölle ja sen asiakkaille hyötyä.

Käräjäoikeuden tuomiosta ei käy täysin selvästi ilmi, tuomittiinko tekijät tahallisesta vai törkeän tuottamuksellisesta sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Sisäpiirintiedon väärinkäytössä sekä tahalliselta että tuottamukselliselta teolta edellytetään hyötymistarkoitusta ja tiedon hyväksikäyttöä. Tuomioistuimen toteamus tiedon *käytön* tahallisuudesta ei vielä kerrokaan syyksiluettavuudesta kaikkea, vaikka oikeus onkin saattanut tarkoittaa sen kannanotoksi tahallisuuden puolesta. Syyksiluettavuuden osalta varsinaiseksi arviointikriteeriksi jää henkilön tietoisuus käytetyn tiedon sisäpiiriluonteesta. Tahallinen ja tuottamuksellinen tekomuoto eroavat toisistaan sen perusteella, onko tekijä tiennyt käyttämänsä tiedon olevan sisäpiirintietoa vai ei. Oikeuden mukaan asiassa selvitettiin riittävän suurella todennäköisyydellä, että kyseiset henkilöt olivat olleet tietoisia sisäpiirintiedosta. Tämä näyttäisi selkeästi viittaavan siihen, että tekoa pidettiin tahallisesti tehtynä. Asiaa sekoittaa kuitenkin se, että päätöksen seuraavassa kappaleessa oikeus katsoi henkilöiden laiminlyöneen varmistua siitä, etteivät he käytä sisäpiirintietoa ja tämän varmistautumisen laiminlyömällä henkilöt olivat oikeuden mielestä menetelleet törkeän huolimattomasti.

Mikä merkitys on sillä viittauksella, että henkilöt laiminlyömällä varmistautumisen olivat menetelleet törkeän huolimattomasti, jos kerran oikeus on muutoin nimenomaisesti todennut henkilöiden olleen tietoisia sisäpiirintiedosta ja käyttäneen sitä tahallisesti? Kokonaisuutena arvioiden olisi ollut sopivaa tuomita myös yhtiö yhteisösakkoon. Sen johtoon kuuluva henkilö oli osallinen rikokseen, rikoksen tuottama taloudellinen hyöty päätyi yhtiölle eikä oikeushenkilön toiminnassakaan voida katsoa noudatetun vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta sen toimintaympäristölle tyypillisten rikosten ehkäisemiseksi.

5.1.3 Tahallisuuden ulkoinen arviointi

Tahallisuusteorioiden soveltamista saattaa vaikeuttaa se, että teoriat edellyttävät liian vaikeiden ja mutkikkaiden kysymysten arviointia, jolloin lainkäyttäjä joutuu turvautumaan korvaaviin fiktioihin tai arvioimaan tahallisuutta puhtaan objektiivisesti ulkoisten tosiseikkojen nojalla.[741] Oikeuskäytännössä ei yleensä perustella tahallisuuskysymyksen ratkaisuja käyttämällä tahallisuusopin termejä, vaan päätöksissä todetaan tahallisuus tai sen puuttuminen (näyttämättä jääminen) viittaamalla tosiasiallisiin tapahtumiin ja asiantiloihin. Myös erehdyksille, sekä oikeudellisia että tosiasioita koskeville, annetaan merkitystä, mutta vaikutukset kanavoidaan usein tahallisuuden kautta ilman erehdysopin termejä.[742]

---

[741] Klami–Hatakka–Sorvettula: Dolus Probatus jne., s. 135.

[742] Lehtonen: Veropetoksesta, s. 390 ja 436; Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 309.

Rikosoikeudessa syyttäjällä on todistustaakka periaatteessa kaikista langettavan tuomion edellytyksenä olevista seikoista niin rikoksen objektiivisesta kuin subjektiivisesta puolesta. Koska rikosoikeudellinen tahallisuus on juridinen käsite, näytön tulee siltä osin kohdistua kyseessä olevan tunnusmerkistön edellyttämään tahallisuuteen[743]. Rikoksen subjektiivisen puolen selvittäminen on kuitenkin vaikeaa, koska usein ei ole mahdollista saada kovinkaan täsmällistä tietoa tekijän mieltämisistä ja tavoitteista. Käytännössä ongelmana onkin tahallisuuden toteennäyttäminen yksittäistapauksessa. Tekijän kertomus on tässä suhteessa monopoliasemassa todistusfaktana, johon nähden muut faktat, indisiot kokemussääntöineen, ovat vain apufaktoja,[744] joilla pyritään määrittämään kertomuksen uskottavuus.[745]

Jos tekijän sisäisistä olotiloista ei muuten voida saada selkoa, päätelmät tahallisuudesta on tehtävä ulkonaisten, objektiivisten tosiseikkojen kuten olosuhteiden ja tapahtumainkulun välityksellä sekä yleisen elämänkokemuksen perusteella. Rikoksen objektiivinen puoli on yleensä tärkein todiste subjektiivisten tunnusmerkkien täyttymisestä.[746] Pakottava päättely sinänsä muodostaa syyllisyysperiaatteen kannalta ongelman. Koska tekijän oma tosiasiallinen tilannearvio ratkaisee tahallisuuden, tahallisuuden perusteluksi ei pitäisi riittää se, että tekijän "on täytynyt käsittää" tai "oli pitänyt ymmärtää".[747] Vaikka tahallisuusarvioinnin objektivoituminen on väistämätöntä, se ei kuitenkaan saisi merkitä, että näyttöarvioinnissa päätellään tietty tunnusmerkistötekijä suoraan toisen tunnusmerkistötekijän olemassaolosta[748].

---

[743] Ks. HE 44/2002 vp, s. 71.

[744] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 55–56. Aputosiseikat eroavat kokemussäännöistä siinä, että ne ovat tietoa konkreettisista olosuhteista; ne joko vahvistavat tai heikentävät todisteen näyttöarvoa. Aputosiseikkojenkin merkitys on arvioitava periaatteessa kokemussääntöjen avulla, mutta systemaattisten tutkimustulosten puuttuessa käytännössä on tavallisesti tyytyminen yleisen elämänkokemuksen antamaan arviointikykyyn.

Samoin Klami – Rahikainen – Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 21.

[745] Klami – Rahikainen – Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 92–93.

[746] Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä ym., s. 990; Ks. Ekelöf: Rättegång, s. 20–21; Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 252–254 ja 307–308.

Ks. Graaff: Insider Abuse etc., s. 173, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytössä syyttäjän pitäisi näyttää toteen, mitä henkilön mielessä liikkui tekohetkellä. Ellei henkilö tunnusta tai ole olemassa telekuuntelussa saatua selvää todistetta, näyttö on aina epäsuoraa.

Ks. myös Euroopan Unionin yhteisöpetossopimuksen 1 artiklan 4) kohta, jossa todetaan tahallisuuden objektiivisesta arvioinnista seuraavasti: "The intentional nature of an act or omission as referred to in paragraphs 1 and 3 may be inferred from objective, factual circumstances".

[747] Ks. Nuotio: Taloudellisen rikollisuuden arviointi jne., s. 973 ja 975; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 223–224.

[748] Tapani: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa, s. 956.

Käräjäoikeus on ratkaisussaan[749] arvioinut tahallisuutta viittaamalla henkilön asemaan pörssissä noteeratun yhtiön pääjohtajana, hänen pitkäaikaiseen toimintaansa yrityselämän johtotehtävissä sekä toimintaansa yhtiön sisäpiiriohjeen antamiseksi ja tarkistamiseksi. Oikeuden mukaan edellä mainitut seikat huomioon ottaen henkilön on tarvinnut mieltää käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa antaessaan syytteessä kerrotut ostotoimeksiannot ennen osavuosikatsausten ja vuosituloksen julkistamista.

Lisäksi oikeus katsoi yrityskaupan varman toteutumisen, suuruusluokan, tulevan myyntivoiton suuruuden ja markkinoiden kiinnostuksen yrityskauppoja kohtaan aiheuttaneen sen, että edellä mainitun henkilön on tarvinnut mieltää käyttävänsä sisäpiirintietoa hyväkseen antaessaan ostotoimeksiantonsa. Oikeus katsoi näytetyn, että henkilö toimi hankkiakseen itselleen tai toiselle aineellista etua ja että teko oli tahallista sisäpiirintiedon väärinkäyttöä. Syyllisyyden astetta arvioidessaan oikeus otti huomioon korottavana tekijänä henkilön erityisen vastuullisen aseman ja tietoisuuden menettelyn moitittavuudesta.

Käräjäoikeuden ratkaisussa on pariinkin kertaan mainittu lause "on tarvinnut mieltää", mikä sellaisenaan viittaa lähinnä siihen, että oikeus olisi yhdistänyt pakottavan päättelyn mieltämisteoriaan. Muutoin ratkaisussa ei ole käytetty mieltämisteorian mukaisia mieltämisen todennäköisyyden arvioita, vaan todettu ainoastaan henkilön toimineen tarkoituksessa hankkia itselleen tai toiselle aineellista etua. Ratkaisusta näkyy kuitenkin se, että tahallisuutta on jouduttu arvioimaan kahdessa osassa. Yhtäältä tietoisuus tiedon luonteesta ja toisaalta tarkoitus saada arvopaperikaupoista hyötyä. Kyseinen päätös ei liene ollut käräjäoikeudelle mikään rajanvetotapaus tahallisuuden ja törkeän tuottamuksen välillä, vaan oikeus on pitänyt selvänä, että henkilö on tiennyt tiedon olevan sisäpiirintietoa ja toiminut hyötymistarkoituksessa.

Arvioidessaan syyllisyyden astetta sekä sitä korottavia tekijöitä tuomioistuin on perustellut niitä vain ulkoisten tosiseikkojen nojalla. Tuomioistuin on viitannut muun muassa henkilön erityisen vastuulliseen asemaan ja tietoisuuteen menettelyn moitittavuudesta, koska hän oli ollut itse mukana laatimassa ja tarkastamassa yhtiötä koskevaa sisäpiiriohjetta. Tahallisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä edellytetään, että tekijä on mieltänyt käyttävänsä hyväkseen sisäpiirintietoa. Koska tekijä on kiistänyt mieltäneensä tätä, tuomioistuin ei käytännössä ole voinut millään muulla keinolla arvioida tahallisuutta kuin olosuhteiden ja tapahtumainkulun avulla[750]. Mieltämistä oikeus on arvioinut henkilön tietoisuudella yrityskaupan varmasta toteutumisesta ja suuruusluokasta sekä henkilön tietoisuudella menettelyn (yleisestä) moitittavuudesta[751]. Henkilö on siis tiennyt, mitä laki vaatii. Sitä, että henkilö olisi juuri tässä yksittäisessä tapauksessa mieltänyt toimivansa

---

[749] Hgin KäO R 00/869 (30.6.2000).

[750] Ks. myös Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 27–28. Käräjäoikeus katsoi yhtiön toimitusjohtajan tietoisuuden sisäpiirintiedosta käyvän ilmi riittävällä varmuudella olosuhteiden, kaupan suuruuden ja tosiasiallisten tapahtumien perusteella. Meklarin tietoisuuden osalta oikeus viittasi meklarin tosiasiallisiin ja epätavallisiin toimenpiteisiin.

[751] Ks. Salminen: Velallisen rikos, s. 83. Tahallisuuden arvioinnissa käytettäviä kriteerejä voivat olla muun muassa teon poikkeuksellisuus, suuruus, välikäsien käyttö, toteutuksen monimutkaisuus tai kätkeminen ja dokumentaation puuttuminen tai hävittäminen.

lain vastaisesti, ei voida näyttää toteen muutoin kuin tuomioistuimen tekemällä tavalla eli rikoksen objektiivisen puolen avulla tehtävällä pakottavalla päättelyllä.[752]

Vaikka pakottava päättely on ongelmallinen syyllisyysperiaatteen kannalta, sitä voidaan käyttää tilanteissa, joissa tekijän sisäisistä olotiloista ei ole saatavissa tietoa. Tapausta ratkaisevan tuomioistuimen on vain tiedostettava tämä ongelmallisuus ja tarkkaan harkittava rikoksen objektiivisen puolen todistusarvoa subjektiivisen puolen täyttymisen kannalta. Laissa ei ole nimenomaisesti ilmaistu näyttökynnystä, vaan tuomioistuimen tulee harkita, milloin se pitää näyttöä riittävänä[753]. Sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksissa on syyksiluettavuutta koskeva näyttöharkinta käytännössä perustettava viime kädessä siihen, onko epäillyllä ollut tiedossaan sellaisia tosiasioita, joista tiedon mahdollinen vaikutus osakkeen arvoon on ollut arvioitavissa[754].

Tunnusmerkistöjen erilaisuudesta johtuen tulisi ehkä kunkin rikostyypin yhteydessä erikseen arvioida, mitä tavoitteita tahallisuuden ja tuottamuksen käsitteillä juuri kyseisen kriminalisoinnin yhteydessä on pyritty edistämään.[755] Tahallisuudelta tulisi tapauksen ominaispiirteistä huolimatta vaatia periaatteessa aina yhtä vakuuttavaa selvitystä, vaikka ei olekaan realistista edellyttää tahallisuuden olemassaolosta yhtä vahvaa näyttöä kuin rikosoikeudellisesti relevantista fyysisestä toiminnasta[756]. Tarvittaessa systematiikan vaatimusten on väistyttävä, koska tärkeintä on yksittäistapauksen erityispiirteiden huomioon ottaminen[757]. Tuomioistuin onkin vapaan todistusteorian mukaisesti oikeutettu ja velvollinen harkitsemaan sen todistusvoiman, mikä esitetyllä näytöllä on kat-

---

[752] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 269–270 ja Lahti: Rikoslain kokonaisuudistusta 30 vuotta – entä nyt, s. 724, jonka mukaan myös tahallisuusarvioinneissa on entistä selvemmin sitouduttu objektiivisesti arvioitaviin huolellisuusnormeihin.

Ks. myös Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 204, jonka mukaan mitä suuremmasta osakeyhtiöstä ja mitä organisoidummasta toiminnasta on kysymys, sitä vähemmän merkitystä tulisi antaa tekijän todellisen mieltämisen selvittämiselle ja vastuun poissulkemiselle erehtymisen johdosta.

[753] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 28–30.

Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 140. Näyttökynnys tarkoittaa näytöllistä todennäköisyyttä, joka on saavutettava, jotta todistusteema voidaan katsoa toteennäytetyksi.

[754] Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 7.

[755] Klami: Dolus eventualis, s. 151–152.

Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 252. Tahallisuuden tiettyä rikostyyppikohtaisuutta voidaan lähtökohtaisesti perustella sillä, että rikosoikeudellinen tahallisuus on aina normatiivista. Riittävää ei välttämättä ole se, että tekijä toimii yleisen puhekielen mukaan tahallisesti, vaan kysymyksessä tulee olla tietyn tunnusmerkistön edellyttämä tahallisuus.

[756] Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 117–118.

[757] Lahti: Mitä uutta rikosoikeustieteessä ja rikosoikeuden yleisissä opeissa, s. 210. Myös kriminaalipoliittisten arvoratkaisujen on päästävä vaikuttamaan rikosoikeuden systeemin muodostamiseen.

sottava olevan, eikä se ole ratkaisua tehdessään minkäänlaisten legaalisten määräysten sitoma[758].

> Tuomioistuimen vapaata harkintaa ohjaavat tietyt periaatteet, minkä johdosta päätöksentekijä ei voi aivan täysin oman mielensä mukaan arvioida, minkä painoarvon hän millekin tosiseikalle todisteena antaa. Hänen on arvioinnissaan nojauduttava yleisiin tiedon luotettavuuden arviointia koskeviin kriteereihin. Todistusharkinnassa on kyse yleistysten hyväksikäytöstä ja siitä, miten tuollainen yleistys soveltuu konkreettiseen tapaukseen.[759]

5.2 TUOTTAMUS

> Rikoslain uuden 3 luvun 7 §:n 1 momentin mukaan tekijän menettely on huolimatonta, jos hän rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja häneltä vaadittavaa huolellisuusvelvollisuutta, vaikka hän olisi kyennyt sitä noudattamaan (*tuottamus*).

Kun tuottamuksen objektiivisessa puolessa tarkastellaan teon huolimattomuutta, niin tuottamuksen subjektiivisessa puolessa tarkastellaan tekijän huolimattomuutta.[760] Rikosoikeudellisen syyllisyysperiaatteen mukaisesti rangaistavuudelta edellytetään, että tekijällä olisi ollut mahdollisuus eli kyky ja tilaisuus toimia huolellisesti[761]. Ratkaisua tehtäessä on mietittävä sitä, millaista toimintaa tekijältä yleisesti arvioiden voidaan edellyttää ja olisiko kyseiseltä tekijältä voitu odottaa tämän objektiivisen huolellisuusvelvoitteen noudattamista ottaen huomioon hänen henkilökohtaiset ominaisuutensa ja edellytyksensä.[762]

---

[758] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 38.

Ks. myös Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä ym., s. 991–992. Vapaan todistusharkinnan vallitessa on vaikeata ohjata näyttöharkintaa prejudikaattien avulla. Rikosvastuun yleisiä edellytyksiä mietittäessä tulisi myös pitää mielessä näyttövaikeuksiin, todistustaakkaan ja faktisiin presumptioihin liittyvät realiteetit.

[759] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 38; Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 144–147.

Ks. myös Klami – Rahikainen – Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 24–25. Vapaa todistusharkinta ei saa merkitä mielivaltaa, vaan sen tulisi korostaa kokonaisvaltaisen, mutta analyyttisen harkinnan avointa perustelemista. Vapaa todistusharkinta pakottaa erittelemään ja perustelemaan todisteiden luotettavuuden yksityiskohtaisesti, ellei haluta luopua tuomioiden yleiseen perusteltavuuteen kohdistuvista vaatimuksista.

[760] Ks. Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 111. Teon huolimattomuus on osa tunnusmerkistön mukaisuutta, jolloin syyllisyyskysymyksenä arvosteltavaksi jää kysymys tekijän huolimattomuudesta. Ks. myös luku IV3 (Kielletty riskinotto).

[761] Ks. myös RL 3 luvun 7 §:n 3 momentti, jonka mukaan pikemmin tapaturmaan kuin tuottamukseen perustuvasta teosta ei rangaista.

[762] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 525 ss; HE 44/2002 vp, s. 96–97; Ks. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 197.

> Myös heikoilla kyvyillä varustetulta henkilöltä edellytetään normaalia huolellisuutta, vaikka tekijän huolimattomuus ei välttämättä täytykään, jos kielletyllä tavalla toiminut henkilö oli kykenemätön hallitsemaan riskit esimerkiksi tilanteen riistäydyttyä käsistä. Toisaalta poikkeuksellinen kyvykkyys on syytä ottaa huomioon jo huolellisuusvelvoitetta määriteltäessä. Kyse on siten heikkokykyisten yleistävästä ja kyvykkäiden yksilöllistävästä huolellisuusvelvoitteiden määrittelystä.[763]

Syyksiluettavuuden edellytyksenä on perinteisesti ollut konformiteettiperiaatteen mukainen vaatimus toisintoimimismahdollisuudesta. Tuottamusmoitteesta olisikin luovuttava, jos tekijällä ei tosiasiassa ollut mahdollisuutta toimia toisin kyseessä olevassa tilanteessa eikä tämä johtunut siitä, että hän olisi aikaisemmin laiminlyönyt tehdä jotain, mitä häneltä vaadittiin.[764]

Sekä tietoisella että tiedottomalla tuottamuksella tehdyt rikokset ovat rangaistavia. Tietoinen tuottamus koskee tietoista riskinottoa eli tilannetta, jossa tekijä toimii siitä huolimatta, että hän mieltää tunnusmerkistön toteutumisen mahdolliseksi.[765] Sisäpiirintiedon väärinkäytössä tuottamukselta edellytetään, että tekijä mieltää tiedon mahdollisesti olevan sisäpiirintietoa. Riittävää on, että tekijä on ymmärtänyt tällaisen riskin olemassaolon[766].

> Selonottovelvollisuuden laajuutta voidaan soveltuvin osin määrittää esimerkiksi käyttämällä kolmea tyyppitapausta pääkriteereinä, vaikka kieltoerehdystä ei tässä varsinaisesti käsitellä:[767]
> a) Jos tekijällä on epäilys menettelyn oikeudenvastaisuudesta, tulee hänen tarkistaa asia.
> b) Jos tekijä toimii alalla, jonka hän tietää olevan erityisen oikeudellisen sääntelyn kohteena, tulee hänen varmistua velvollisuuksiensa sisällöstä.[768]
> c) Jos tekijä tietää menettelynsä vahingoittavan yksityistä tai yleistä tahoa, tulee hänen varmistua sen laillisuudesta.

Tiedoton tuottamus

Vastuu tiedottomasta tuottamuksesta perustellaan niin sanotun ryhtymistuottamuksen kautta. Ryhtymistuottamuksessa syyllisyysmoite perustuu siihen, että

---

[763] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 264–265; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 552; Ks. Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 316.

[764] Ks. Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 138–139; Jareborg: Allmän kriminalrätt, s. 303–304.

Ks. myös Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 237. Talouselämän rikoksissa perinteisille subjektiiviseen syyksilukemiseen liittyville elementeille ja konformiteettiperiaatteelle on annettu perinteiseen rikosoikeudelliseen syyksilukemiseen nähden jossain määrin pienempi painoarvo.

[765] HE 44/2002 vp, s. 90.

[766] Ks. Samuelsson: Information och ansvar, s. 206.

[767] Roxin: Strafrecht, s. 816–817.

[768] Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 274. Jos tekijällä on asemassaan tai menettelyssään ollut oikeudellinen velvollisuus menettelynsä oikeellisuuden varmistamiseen, voi tämän velvollisuuden tietoinen rikkominen muodostaa myös tahallisuuden.

on ryhtynyt toimiin, joihin pätevyys ei riitä[769]. Oikeudenloukkauksen mahdollisuutta ei ehkä ole mielletty tai edes ylipäätään ajateltu, vaikka tekijällä oli tekoon ryhtyessään tilaisuus ja kyky havaita se ja hänen myös olisi se pitänyt havaita. Tiedottomassa tuottamuksessa on siis kyse tiedostamattomasta riskinotosta. Tiedoton tuottamus kelpuutetaan lähtökohtaisesti rangaistusvastuun perustaksi yleisestävistä syistä johtuen, vaikka mistään tietoisesta oikeushyvän loukkauksesta ei olekaan kysymys. Tiedottomassa tuottamuksessa voi olla kyse myös välinpitämättömyydestä, joka arvioidaan haitallisemmaksi kuin tietoinen, mutta huolellinen riskinotto.[770] Tiedostamattoman huolimattomuuden rangaistavuus ei kuitenkaan lähtökohtaisesti täytä syyllisyysperiaatteen vaatimuksia[771].

Ensimmäiseksi tiedottomassa tuottamuksessa on arvioitava, mitä tekijän olisi *pitänyt* tehdä, jotta hän olisi mieltänyt toimintansa riskit. Riskit tulevat useimmiten havaituksi, jos ennen toimintaan ryhtymistä hankitaan enemmän tietoa tai muuten perehdytään paremmin mahdollisiin riskitekijöihin. Yleensä ainakin vastuuasemassa olevien on selvitettävä aktiivisen toimintansa ja laiminlyöntinsä aiheuttamat riskit.[772] Yleisiin huolellisuussääntöihin voidaan katsoa kuuluvan muun muassa huolellisen tilanteen harkinnan, huomion kiinnittämisen tiettyyn tilaan, tarkastustoimenpiteisiin ryhtymisen, tarpeellisen tiedon hankkimisen kirjoista tai yhteyden ottamisen viranomaisiin[773].

Toisaalta on kyse on siitä, olisiko tekijä *voinut* tai olisiko hänen edes pitänyt ryhtyä niihin toimenpiteisiin, joita toiminnan riskitekijöiden mieltäminen olisi välttämättä edellyttänyt. Laiminlyöntivastuulta on edellytetty mahdollisuutta havaita, mitä tilanteessa vaaditaan. Odotukset eivät koske sitä, jolla ei ole vaadittavaan tekoon tietoa tai taitoa eikä mahdollisuutta tietää, mitä pitäisi tehdä. Arvioitaessa tiedottomassa tuottamuksessa sitä, olisiko tekijän yleensä tullut mieltää oikeudenloukkauksen mahdollisuus, otetaan vertailukohdaksi tietty keskimääräistyypin toimintakyky[774]. Yksittäistapauksissa on kuitenkin

---

[769] Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 112.

[770] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 565–566; Ks. Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 402–404.

[771] HE 44/2002 vp, s. 90.

[772] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 567; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 267; Samuelsson: Information och ansvar, s. 206–207.

[773] Frände: Allmän straffrätt, s. 220.

Ks. esim. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje kohta 8.3, jonka mukaan yhtiö voi järjestää osana sisäpiirihallintoa menettelyn, jossa sisäpiiriläinen voi pyytää arvion suunnittelemansa arvopaperikaupan lain- ja ohjeen mukaisuudesta. Menettelystä huolimatta sisäpiiriläinen vastaa itse siitä, että hän noudattaa lakeja, määräyksiä ja ohjeita. Arvion antajalla tulee olla oikeudellinen koulutus tai muutoin riittävä perehtyneisyys sisäpiirisääntelyyn.

[774] Ks. OLJ 5/2000, s. 112. Tällaisen normaalilla tavalla huolellisen henkilön mallia tulisi sen epämääräisyyden johdosta käyttää pidättyväisesti. Silloin, kun on kyse yksityiskohtaisesti säännellystä elämänalueesta tulisi huolellisuusvelvoitteen ilmetä tekijää velvoittavista säännöistä eikä pelkkään olosuhteiden edellyttämään huolellisuuteen viittaaminen olisi suotavaa.

otettava huomioon myös tekijän henkilökohtaiset ominaisuudet ja tilannekohtaiset olosuhteet.[775]

Arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimivat voivat tuskin koskaan vastuusta vapautuakseen vedota kyvyttömyyteensä. Samoin tilaisuuden puuttuminen voi vain harvoin johtua tekoon vaadittavien tietojen tai taitojen puutteesta. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan johtoon kuuluvaa henkilöä ei ole perusteltua vapauttaa vastuusta ainoastaan puutteellisten tietojen tai puutteellisen asiantuntemuksen vuoksi. Hankittujen ominaisuuksien puutteista huolimatta voidaan toimintaan ryhtyminen sinänsä lukea tekijän syyksi ryhtymistuottamuksena. Varsinkin suurten yhtiöiden johdon on katsottava olevan velvollinen hankkimaan tarvittavia tietoja sekä asiantuntemusta.[776] Tiedottomassa tuottamuksessa voidaan katsoa olevan kyse selonottovelvollisuuden tai valvontavelvollisuuden laiminlyönnistä[777]. Sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta puhtaasta ajattelemattomuudesta tehty arvopaperikauppa sisäpiirintiedon olemassaolon aikana voisi aikaansaada vastuun. Edellytyksenä vastuun syntymiselle olisi kuitenkin, että laiminlyönti ottaa selvää vallitsevista olosuhteista eli tiedon sisäpiiriluonteesta olisi tapahtunut törkeästä huolimattomuudesta.[778]

Käräjäoikeus on parissa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevassa tapauksessa joutunut vetämään rajaa tuottamuksen ja törkeän tuottamuksen välillä.

Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 324–334. Kysymys normaalilla tavalla huolellisen henkilön toiminnasta näyttää lähinnä palautuvan hyötyjen ja haittojen punnintaan, jossa otetaan huomioon toiminnan sosiaalinen merkitys, mahdollisen vahinkoseurauksen vakavuus ja todennäköisyys sekä tosiasialliset mahdollisuudet varotoimenpiteisiin.

Ks. myös Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 312 (alaviite 31). Huolellisen henkilön mittapuu on ainoastaan ratkaisijan subjektiivinen käsitys siitä, miten hän toimisi parhaimpina hetkinään.

[775] Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 230–231 ja 567–568; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 267–268; Ks. Nissinen: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä, s. 212–213. Ks. HE 44/2002 vp, s. 96. Joissain tilanteissa tekijän ei olisi edes pitänyt havaita riskejä, vaikka hän olisikin kyennyt siihen ja vaikka hänellä olisikin ollut siihen tilaisuus.

[776] Ks. Häyrynen: Arvopaperien markkinointi ja tiedonantovelvollisuus, s. 37; Rapakko: Osakeyhtiön johdon huolellisuusvelvoite jne., s. 164.

Ks. Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 562, jonka mukaan yksityiskohtaisesti säänneltyjen huolellisuusvelvoitteiden tilanteessa tekijän täytyy sosiaalisen roolinsa perusteella mieltää se, että hänen toimintaansa säännellään huolellisuusvelvoittein, vaikka hän ei konkreettisessa tilanteessa olisikaan mieltänyt toimineensa huolimattomasti.

Ks. myös Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 52. Taloustieteessä rationaalisuuden arviointi edellyttää asianomaiselle taholle tyypillisen riskiaseman määrittämistä. Vasta tämän aseman määrityksen jälkeen voidaan ottaa kantaa siihen, millaista toimintaa voidaan odottaa tiettyyn tahoon kuuluvalta yksilöltä.

[777] Ks. Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 213. Tiedottomassa tuottamuksessa on kyse laiminlyönnistä hankkia vaadittava kyky tai turvata tilaisuus tunnusmerkistön toteutumisen estämiseen. Ks. myös Jareborg: Straffrättens gärningslära, s. 56, joka rajaa rikosoikeudellisesti relevantin laiminlyönnin koskemaan vain sellaista tekemistä, mihin henkilön odotetaan ryhtyvän. Tällaisena relevanttina laiminlyöntinä pidetään ainoastaan sellaista, joka on ollut mahdollista tehdä.

[778] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 330. Tuottamusvaatimus koskee tiedon kvalifioitua luonnetta.

Käräjäoikeus totesi ratkaisussaan,[779] ettei tekijä ollut tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käyttänyt sisäpiirintietoa. Perusteluissaan oikeus katsoi yrityskaupan valmistelun olleen osakkeiden ostohetkellä melko alkuvaiheessa ja kaupan toteutumisen olleen tuolloin vielä epätodennäköistä. Lisäksi tuomioistuimen mukaan tekijä toimi avoimesti omissa nimissään osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen ja rekisteröi osakekaupan asianmukaisesti. Käräjäoikeus katsoi tekijän kuitenkin syyllistyneen sisäpiirintiedon luvattomaan hyväksikäyttöön eli tuottamukselliseen tekomuotoon[780]. Oikeuden mukaan tekijän olisi pitänyt ymmärtää pidättäytyä kyseisessä tilanteessa ostamasta sen yhtiön osakkeita, jonka johtoon hän itse kuului. Oikeus totesi myös, ettei asiassa ole syytä tekijän menettelyn moitittavuus huomioon ottaen soveltaa sakkorangaistusasteikon alaosaa.

Käräjäoikeuden käsiteltävänä ollutta tapausta voidaan arvioida kielletyn riskinoton sekä tekijän huolimattomuuden ja tiedottoman tuottamuksen kautta. Tuottamuksellisen teon tunnusmerkistön täyttymiseen vaaditaan, ettei toiminnassa edellytettävää huolellisuutta ole noudatettu. Tämän objektiivisen huolellisuusvaatimuksen rikkomisen eli sallitun ja kielletyn riskinoton rajan tulkitsemiseen on tuomioistuin hakenut apua lain esitöistä. Oikeus on viitannut ratkaisussaan hallituksen esitykseen,[781] jossa todetaan, että sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden on toimissaan tulkittava kysymystä tiedon julkistamisesta varovaisesti, ja jos heidän on syytä epäillä, ettei tietoa voida pitää julkistettuna tai muuten yleisesti tiedossa olevana, on heidän pidättäydyttävä sen hyväksikäytöstä arvopaperikaupoissa. Kyseessä olevassa tapauksessa tuomioistuin on ilmeisimmin katsonut, ettei tätä varovaisuutta ole noudatettu ja tulkinnut tekijän ottaneen kielletyn riskin, vaikka tuomioistuin ei käytäkään kyseisiä termejä.

Vaikka tekijä ei olisi mieltänyt tai edes ylipäätään ajatellut oikeudenloukkauksen mahdollisuutta, on tuomioistuin kuitenkin päätynyt siihen, että hänellä oli tekoon ryhtyessään tilaisuus ja kyky havaita se ja hänen myös olisi se pitänyt havaita. Tämä ilmenee lähinnä siitä, kun oikeus on todennut, että henkilön olisi pitänyt ymmärtää pidättäytyä ostamasta sen yhtiön osakkeita, jonka johtoon (hallintoneuvoston puheenjohtaja) hän itse kuului. Tiedottomassa tuottamuksessa eli tiedostamattomassa riskinotossa on kyse laiminlyönnistä ottaa selville vallitsevista olosuhteista kuten tiedon sisäpiiriluonteesta. Koska arvioinnissa on otettava huomioon tekijän henkilökohtaiset ominaisuudet ja tilannekohtaiset olosuhteet, ei liikkeeseenlaskijan johtoon kuuluvaa henkilöä ole yleensä perusteltua vapauttaa huolellisuusvelvoitteiden noudattamisesta ainoastaan tämän puutteellisten tietojen tai asiantuntemuksen vuoksi. Pelkkä toimintaan ryhtyminen voidaan tällaisten henkilöiden kohdalla siten lukea tekijän syyksi ryhtymistuottamuksena.

Tapauksessa ei katsottu tekijän toimineen tahallisesti tai törkeän tuottamuksellisesti muun muassa siksi, että tekijä toimi avoimesti omissa nimis-

---

[779] Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999)

[780] Kyseisen tapahtuman aikaan oli vielä olemassa tuottamuksellinen tekomuoto arvopaperimarkkinalain 8 luvun 1 § 2 momentissa. Se kumottiin 1.6.1999 voimaan tulleella rikoslain 51 luvulla.

[781] HE 157/1988 vp.

sään osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen ja osakekauppa rekisteröitiin asianmukaisesti.[782] Yleisperiaatteena voidaan sisäpiiriläisille suosittaa kaupankäynnin ajoittamista tulostietojen julkistamisen jälkeisiin hetkiin,[783] joten sen suhteen on ymmärrettävää, että oikeus katsoi tahallisuuden ja törkeän tuottamuksen puuttuneen. Sen sijaan viittaus osakekaupan asianmukaiseen rekisteröintiin ei ole mikään syyksiluettavuuden astetta lieventävä seikka varsinkin, kun arvo-osuusjärjestelmässä olevat osakkeet eivät vaadi ilmoitusvelvollisilta mitään eri toimenpiteitä kauppojen rekisteröimiseksi julkiseen sisäpiirirekisteriin silloin, kun yhtiö kuuluu SIRE-rekisterin piiriin.[784] Tässä tapauksessa tekijän kaupankäyntitiedot päivittyivät julkiseen sisäpiirirekisteriin täysin automaattisesti riippumatta siitä, mitä tekijä tiesi tai teki.

Mikä olisi ollut oikeuden ratkaisu, jos tapauksen tekohetkellä olisi ollut voimassa nykyinen lainsäännös, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa vain tahallisesti tai törkeän huolimattomasti tehtynä. Olisikohan oikeus päätynyt vapauttamaan tekijän syytteestä vai katsonut suunnilleen samoilla perusteilla hänen syyllistyneen törkeään tuottamukseen varsinkin, kun otetaan huomioon, että tuomioistuin on ratkaisunsa lopussa todennut, ettei tekijän menettelyn moitittavuus huomioon ottaen ole syytä soveltaa sakkorangaistusasteikon alaosaa?[785] Tällä oikeus lienee viitannut ainakin tekijän asemaan yhtiön johdossa mutta ehkä myös siihen, että kyseessä oli huomattavan iso yrityskauppa.

Toisen tapauksen yhteenvedossa käräjäoikeus[786] katsoi kyseessä ollutta hanketta koskeneen tiedon olleen sisäpiirintietoa ja henkilön hyötymistarkoituksessa hankkineen yhtiön osakkeita, mutta hänen viakseen oli oikeuden mukaan luettava vain varomattomuus. Syyksiluettavuutta koskevassa johtopäätöksessään käräjäoikeus on, punnittuaan useita seikkoja, todennut henkilön ennen osakekauppaa laiminlyöneen huolellisesti selvittää tiedon sisäpiirinluonteen ja puntaroida sen oletettavia vaikutuksia osakkeen arvoon ja hintaan. Erityisesti kuitenkin sen seikan johdosta, että henkilön osoitettiin yrittäneen selvittää mahdollisia osakekaupan esteitä, oikeus ei katsonut hänen toimineen kyseisissä olosuhteissa tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta. Syyte hylättiin.

---

[782] Ks. myös Syyttämättäjättämispäätös nro 99/31, jossa syyttäjä perusteli tahallisuuden ja törkeän tuottamuksen puuttumista muun muassa sillä, että tekotapa oli täysin avoin ja kaupat tehtiin osavuosikatsauksen julkistamisen jälkeen.

[783] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje, s. 8.

[784] SIRE-järjestelmän ylläpitäjä on Suomen Arvopaperikeskus Oy. Jos liikkeeseenlaskijan osakkeet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään ja sisäpiirirekisterinpitäjä (yhtiö) on liittynyt SIRE-järjestelmään, saadaan kaikki arvopaperien omistustiedot ja niiden muutokset automaattisesti arvo-osuusjärjestelmästä. Tällöin ei ilmoituksia arvopaperien omistusmuutoksista tarvitse erikseen tehdä yhtiölle.

[785] Ratkaisua ei saatettu hovioikeuden käsittelyyn siitä huolimatta, että 1.6.1999 laki muuttui ja tuottamuksellinen teko muuttui rankaisemattomaksi. Hovioikeus olisi muussa tapauksessa joutunut ottamaan kantaa lievemmän lain periaatteen soveltamiseen.

[786] Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 21–23.

Muista tahallisuuden ja törkeän huolimattomuuden puuttumista koskevista tuomion perusteluista toinen tärkeä peruste on ilmeisimmin ollut väite, että hanketta ei olisi pidetty yhtiön hallituksessa kovin merkityksellisenä. Ainakin jälkikäteisessä tarkastelussa tämän väitteen uskottavuutta heikentää tapahtumasta annetun pörssitiedotteen sisältö. Mielenkiintoisia ovat myös oikeuden perusteluissa mainitut hankekohtaisten sisäpiirirekisterien ja ohjeistuksen puute sekä toteamus, ettei hallituksessa ollut erikseen keskusteltu neuvottelujen luonteesta suhteessa sisäpiirisäännöstöön. Nämä tuntuisivat ikään kuin viittaavan jonkinlaiseen yhtiön puutteellisen toiminnan henkilön omaa vastuuta vähentäviin näkemyksiin. Jokainen on kuitenkin henkilökohtaisesti vastuussa omista tekemisistään riippumatta siitä, onko yhtiössä erikseen järjestetty sisäpiiriasioiden hallinnointia ja ohjeistusta kelvollisella tavalla

Syyllisyyden puolesta puhuvana seikkana käräjäoikeus oli arvioinut sitä, että henkilöllä (hallituksen jäsen) oli pitkä kokemus liike-elämän merkittävistä tehtävistä, jonka johdosta hänellä oli hyvät lähtökohdat arvioida voimassaolevaan lakiin nähden, mitkä hankkeet ja tiedot ovat sisäpiirintietoa. Tällä perusteella häneltä oli voitu sisäpiiriläisenä edellyttää erityistä huolellisuutta ja kykyä arvioida hallussaan olevan tiedon luonnetta.

Tavallisen ja törkeän huolimattomuuden välinen ero riippuu muun muassa siitä, kuinka merkittävänä kyseistä huolellisuusvelvoitteen rikkomista pidetään, kuinka tietoista riskinotto oli sekä millaiset olivat tekijän mahdollisuudet suurempiin varotoimenpiteisiin. Törkeä huolimattomuus voi helpommin täyttyä sellaisen henkilön kohdalla, jolla on pitkä kokemus arvopaperimarkkinoilta ja jolta siksi voidaan odottaa suurempaa huolellisuutta. Esimerkiksi liikkeeseenlaskijan johtoon kuuluvien henkilöiden on tavallista sijoittajaa vaikeampi vapautua vastuusta puutteellisten tietojen tai puutteellisen asiantuntemuksen vuoksi.

5.3 TÖRKEÄ TUOTTAMUS

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on rangaistavaa joko tahallisesti tai törkeästä huolimattomuudesta tehtynä. Tuottamuksellisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä törkeä huolimattomuus kohdistuu siihen, onko tieto sisäpiirintietoa. Jos tekijä on ollut törkeän huolimaton sen suhteen, onko kysymys julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvästä tiedosta tai onko tieto julkistettu tai ollut muuten markkinoilla saatavissa taikka onko se omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun arvopaperin arvoon tai hintaan ryhtyessään säännöksessä tarkoitettuun toimenpiteeseen, kysymyksessä on törkeästä huolimattomuudesta tehty sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Tuottamuksellisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä on arvopaperien hankinnan, luovutuksen tai niitä koskevan neuvomisen kuitenkin oltava tarkoituksellista ja törkeä huolimattomuus kohdistuu siihen, onko tieto sisäpiirintietoa.[787]

[787] HE 254/1998 vp, s. 21.

> Rikoslain uuden 3 luvun 7 §:n 2 momentin mukaan se, pidetäänkö huolimattomuutta törkeänä (*törkeä tuottamus*), ratkaistaan kokonaisarvostelun perusteella. Arvostelussa otetaan huomioon rikotun huolellisuusvelvollisuuden merkittävyys, vaarannettujen etujen tärkeys ja loukkauksen todennäköisyys, riskinoton tietoisuus sekä muut tekoon ja tekijään liittyvät olosuhteet.

Tuottamuksen eri asteet erotetaan toisistaan määrällisillä eikä laadullisilla perusteilla.[788] Yksittäistapauksissa rajanveto tavallisen ja törkeän tuottamuksen välillä on sisäpiirintiedon väärinkäytön kohdalla kuitenkin vaikea vetää. Vaikka törkeä tuottamus ilmenee usein tietoisen tuottamuksen yhteydessä, niin myös tiedoton tuottamus voi olla törkeää.[789] Lähtökohtana törkeän tuottamuksen arvioinnissa on, että se tehdään normatiivisen kokonaisarvioinnin pohjalta[790]. Tämä arvostelu on tehtävä ottaen huomioon sekä teon objektiiviseen huolimattomuuteen että tekijän subjektiiviseen huolimattomuuteen vaikuttavat seikat. Koska arvioinnissa objektiiviset ja subjektiiviset elementit kietoutuvat toisiinsa, niiden erottelu on jo teoriassa vaikeaa[791].

Teon huolimattomuus voi olla törkeää, jos tärkeitä huolellisuusvelvoitteita rikotaan olennaisesti. Huomiota on kiinnitettävä rikotun huolellisuusvelvoitteen riskipotentiaaliin. Merkittävien huolellisuusvelvoitteiden rikkomisen ohella painoa annetaan tuottamuksen törkeyttä arvioitaessa muun muassa vaarannettujen etujen tärkeydelle, loukkauksen todennäköisyydelle, riskinoton tietoisuudelle sekä tekijän mahdollisuuksille suurempiin varotoimenpiteisiin. Huolimattomuuden törkeysarvostelussa kaikki huomioon otettavat seikat on arvioitava sen tiedon perusteella, joka tekijällä tosiasiallisesti oli ja joka huolellisella tarkkailijalla olisi teon hetkellä ollut. Tekijän riskinoton tietoisuudella viitataan tekijän subjektiiviseen huolimattomuuteen, joka voi olla törkeää, jos riskinotto on selvästi tietoista ja epätavanomaista, jolloin tekijän käyttäytymisestä voidaan katsoa ilmenevän yleinen velvollisuuksista piittaamaton asenne[792]. Näissä tilanteissa ollaan lähellä tahallista toimintaa.[793]

Jos teon huolimattomuus katsotaan törkeäksi ja tekijän huolimattomuus ainoastaan tavanomaiseksi tai päinvastoin, saatetaan tekoa kokonaisarvostelun nojalla silti pitää törkeästä huolimattomuudesta tehtynä. Törkeältä tuottamuk-

---

[788] HE 44/2002 vp, s. 91. Tuottamuksen asteita ei jaeta kvalitatiivisesti sen mukaan, mitä tekijä on mieltänyt ja mitä ei. Ks. myös Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 599.

[789] Jareborg: Straffrättens ansvarslära, s. 218; Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 272; Ks. Samuelsson: Information och ansvar, s. 207.

[790] Ks. KM 1976:72, s. 111; Koskinen: Rikosoikeus, s. 43.

[791] Lappi-Seppälä: Rangaistuksen määräämisestä I, s. 315.

[792] Ks. Backman: Rikosoikeuden yleiset opit KKO:ssa 1980–1986, s. 583.

[793] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 273–274.

Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 96. Tekijältä on voinut puuttua tilaisuus menetellä huolellisesti, jos tekijän kokemusperäisen ja ammatillisen tiedon perusteella ei ollut mitään perusteltua syytä epäillä riskejä ja jos normaalilla tavalla huolellinenkaan toimija ei olisi havainnut riskejä.

selta on oikeuskäytännössä kuitenkin edellytetty, että sekä teon että tekijän huolimattomuuden tulee ylittää jonkinasteinen minimitaso. Samoin teon ja tekijän huolimattomuuden törkeysarvostelu on oikeuskäytännössä usein tehty laajemmasta aikaperspektiivistä. Tällä tarkoitetaan sitä, että tekijän toimintaa tarkastellaan kokonaisuudessaan ottaen huomioon myös tekoa edeltävä toiminta. Jos virheellinen menettely muodostaa kokonaistoiminnasta vain pienen osan, ei menettelyä voida aina pitää törkeän huolimattomana.[794]

Sisäpiiririkoksissa huolimattomuuden astetta arvioitaessa on syytä kiinnittää huomiota muun muassa tiedon merkitykseen sekä tekijän asemaan. Poikkeuksellisen merkittävän tiedon kyseessä ollessa voidaan vaatia parempaa huolellisuutta tiedon sisäpiiriluonteen selvittämisen osalta kuin vähemmän merkittävän tiedon kohdalla. Sitä huolellisempi on myös oltava, mitä merkittävämpi arvopaperikauppa on tekijälleen[795]. Törkeä huolimattomuus voi helpommin täyttyä sellaisen henkilön kohdalla, jolla on pitkä kokemus arvopaperimarkkinoilta ja jolta siksi voidaan odottaa suurempaa huolellisuutta kuin henkilöltä, joka tekee ensimmäisiä arvopaperikauppojaan[796]. Arvopaperimarkkinoilla toimivilta ammattilaisilta, kuten liikkeeseenlaskijoiden johdolta ja arvopaperinvälittäjiltä, voidaan yleensä odottaa hyvää tietämystä markkinoita koskevasta keskeisestä lainsäädännöstä, ja heille voidaan siten myös asettaa ankarampi huolellisuusvaatimus kuin ulkopuolisille.[797]

Sääntely muissa maissa
Ruotsin sisäpiiririkoslain mukaan kiellettyyn tekoon voi syyllistyä tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta. Seuraamukset sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on jaoteltu kuuden eri pykälän ja viiden eri rikosnimikkeen alaisuuteen:
1) sisäpiiririkoksesta (insiderbrott) voi 2 ja 3 §:n mukaan seurata vankeutta enintään kaksi vuotta.[798]
2) sisäpiiririkos, joka katsotaan vähäiseksi, on 4 §:n mukaan sisäpiiririkkomus (insiderförseelse), josta voidaan tuomita sakkoa tai vankeutta enintään kuusi kuukautta.[799]

---

[794] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 273–277; Nuutila: Rikosoikeudellinen huolimattomuus, s. 604–606; HE 44/2002 vp, s. 97–98.

[795] Ks. Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 23. Tahallisuuden ja törkeän huolimattomuuden puuttumista perustellessaan oikeus katsoi osakehankinnan olleen henkilön taloudellisiin olosuhteisiin suhteutettuna pienehkö sisäpiirikaupan paljastumisen riskiin ja sen seuraamuksiin nähden.

[796] Mattsson: Insiderbrott och andra informationsbrott, s. 23; Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 101.

[797] HE 254/1998 vp, s. 21; Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 10.

[798] Prop.1999/2000:109, s. 54, jossa todettiin sisäpiiririkoksen rangaistusasteikkoa kiristettävän siten, että sakkorangaistuksen mahdollisuus tippuu pois.

[799] Ks. Prop.1999/2000:109, s. 1. Ennen lainmuutosta ei ollut mahdollista joutua rikosoikeudelliseen vastuuseen sellaisesta teosta, jonka voitiin otaksua olevan vailla merkitystä arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnetulle yleiselle luottamukselle tai joka oli muutoin luonteeltaan vähäinen. Nykyään tällaisissa tapauksissa tuomioistuin voi sisäpiiririkoslain mukaan tuomita tekijän rangaistukseen sisäpiiririkkomuksesta, jolloin seurauksena voi olla sakkoa tai vankeutta

3) sisäpiiririkos, joka kaupan laajuus ja muut olosuhteet huomioon ottaen katsotaan törkeäksi, on 5 §:n mukaan törkeä sisäpiiririkos (grovt insiderbrott), josta voidaan tuomita vankeuteen vähintään kuudeksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi.
4) se, joka tekee sisäpiiririkoksen törkeästä huolimattomuudesta, tuomitaan 6 §:n mukaan huolimattomasta sisäpiirimenettelystä (vårdslöst insiderförfarande) sakkoihin tai vankeuteen enintään vuodeksi.[800]
5) sisäpiirintiedon oikeudettomasta ilmaisemisesta (obehörigt röjande av insiderinformation) voidaan 7 §:n mukaan tuomita 2 §:n mukainen henkilö sakkoihin tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.

Norjan arvopaperikauppalain 14-3 §:n mukaan sitä, joka rikkoo sisäpiirikaupan kieltoa tahallaan tai huolimattomuudesta rangaistaan sakolla tai vankeudella enintään kuudeksi vuodeksi[801]. Sakko tai enintään vuosi vankeutta saattaa seurata 2-2 §:n mukaan ensimmäisen asteen sisäpiiriläisille, jotka tahallaan tai huolimattomuudesta ilmaisevat sisäpiirintietoa luvattomasti kolmansille osapuolille tai neuvovat muita henkilöitä niiden finanssi-instrumenttien kaupankäynnissä, joita sisäpiirintieto koskee. Rangaistussäännöksen (14-3 §) lopussa todetaan vielä erikseen, että osallisuudesta rikokseen rangaistaan samoilla rangaistusasteikoilla ja että syytetoimiin ryhdytään ainoastaan silloin, kun yleinen etu niin vaatii.

Tanskan arvopaperikauppalain mukaan sisäpiirikaupan kiellon rikkomisesta voi 94(1) §:n perusteella seurata sakkoa tai vankeutta enintään vuosi ja kuusi kuukautta. Jos teko on harkittu ja erityisen törkeälaatuinen tai jos on tehty useita harkittuja tekoja, voidaan tuomita vankeutta enintään neljä vuotta. Myös oikeushenkilö voi joutua vastuuseen 94(2) §:n mukaan. Arvopaperikauppalain 36(1) §:n mukaisen sisäpiirintiedon ilmaisukiellon vastaisesta toiminnasta saattaa seurata 94(1) §:n mukaan sakkoa tai vankeutta enintään vuosi ja kuusi kuukautta. Kummankaan rikoksen kohdalla eivät säännökset mainitse mitään tahallisuudesta tai tuottamuksesta. Lähtökohtaisesti Tanskassa rikoslaissa säädetyt teot ovat rangaistavia vain tahallisina, jollei tuottamuksesta ole nimenomaista säännöstä. Rikoslain ulkopuolella noudatetaan päinvastaista sääntöä eli vastuu rajoittuu tahallisuuteen vain, jos asiasta on nimenomainen säännös. Sisäpiiririkoksissa edellytetään tiedon olemassaolon osalta tietoisuutta. Tältä osin ei riitä tuottamuksen osoittaminen, vaan tietoisuus tulee näyttää. Tuottamusvaatimus kohdistuu sen sijaan tiedon kvalifioituun luonteeseen eli siihen, tiesikö henkilö kyseisen tiedon olevan luonteeltaan sisäpiirintietoa.[802]

Saksan arvopaperikauppalain 38(1) §:n mukaan se, joka toimii vastoin 14 §:n sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa, tuomitaan vankeuteen enintään

---

[800] Ks. Mattsson: Insiderbrott och andra informationsbrott, s. 23. Törkeä huolimattomuus voi kohdistua siihen, onko tieto julkistettu tai yleisesti tunnettu taikka onko tieto niin merkittävää arvopaperin arvon kannalta, että sen käyttäminen on kiellettyä.

Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 70, 74–75 ja 92, tahallisuudesta ja tuottamuksesta Ruotsissa.

[801] Ks. Reed: Straffbar innsidehandel, s. 296 ja 302; Ot prp nr 29, Norge, s. 31 ja 43; Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 70, 75 ja 92, tahallisuudesta ja tuottamuksesta Norjassa.

[802] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 329–330; OLJ 5/2000, s. 79; HE 44/2002 vp, s. 70, 75–76 ja 92, tahallisuudesta ja tuottamuksesta Tanskassa.

viideksi vuodeksi tai sakkoihin. Pykälässä 38(2) todetaan, että ulkomaista kieltoa pidetään myös edellä tarkoitettuna kieltona[803]. Lain 14 §:ssä olevat sisäpiirintiedon hyväksikäytön kielto sekä ilmaisu- ja neuvomiskielto edellyttävät tekijän tietoisuutta tiedon sisäpiiriluonteesta. Vaikka tunnusmerkistö- ja rangaistussäännökset eivät mainitse syyksiluettavuudesta mitään, sisäpiirintiedon väärinkäytöltä edellytetään kuitenkin tahallisuutta. Saksassa rangaistusvastuu edellyttää aina tahallisuutta, jollei tuottamusta ole erikseen säädetty rangaistavaksi. Tahallisuusvaatimus ulottuu myös rikoslain ulkopuolisiin kriminalisointeihin.[804]

Ranskassa sisäpiiririkossäännöstä (lain 465-1 § 1) on käytännössä tulkittu siten, että johtoon kuuluvien henkilöiden presumoidaan lähtökohtaisesti olevan tietoisia sisäpiirintiedosta. Säännös ei edellytä mitään erityistä tarkoitusta tehdä rikosta.[805] Jonkinlaiseen laiminlyöntivastuuseen tai oikeushenkilön piirissä tapahtuvaan rikokseen viittaa säännöksessä mainittu kohta, jonka mukaan sisäpiiriläinen ei saa tietoisesti sallia toisen tehdä kauppoja sisäpiirintiedon perusteella.

Sisäpiiririkoksesta voidaan tuomita enintään kaksi vuotta vankeutta ja enintään 1,5 miljoonaa euroa sakkoja (465-1 § 1). Sakon määrä on mahdollista nostaa 10-kertaiseksi sisäpiirikaupoilla toteutuneeseen hyötyyn verrattuna. Missään tapauksessa sakko ei voi olla vähemmän kuin toteutunut hyöty. Lain 465-3 §:n mukaan sisäpiirikaupan kieltoon sovelletaan oikeushenkilön rangaistusvastuuta. Oikeushenkilölle voidaan määrätä sakkoa rikoslain131-38 §:n perusteella viisi kertaa enemmän kuin luonnollisille henkilöille eli enintään 7,5 miljoonaa euroa mukaan lukien mahdollisuus nostaa sakon määrä 50-kertaiseksi toteutuneeseen hyötyyn verrattuna.

Sisäpiiririkkomus (COB:n määräys 90-08, 2–5 artiklat) on syyksiluettava myös tuottamuksellisena.[806] Teosta voi seurata lain 621-15 § 1:n mukaan sakkoa enintään 1,5 miljoonaa euroa tai 10 kertaa saatu hyöty. Säännöksen 621-15 § 2 tarkentaa, että sakon määrän on kuitenkin oltava suhteessa teon törkeyteen sekä mahdollisen hyödyn määrään ja 621-16 § ottaa huomioon vielä sen mahdollisuuden, että sama asia on esillä sekä rikosprosessissa että COB:ssa hallinnollisessa prosessissa. Tällöin rikosprosessissa annettavan sakon osalta voi tuomari ottaa huomioon hallinnollisessa prosessissa jo annetun sakon määrän[807]. COB:lla on myös oikeus 621-15 § 4:n mukaan julkistaa antamansa päätökset sanomalehdissä tai muissa julkaisuissa.

---

[803] Ks. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 38, joka katsoo kyseisen säännöksen liittyvän sisäpiiridirektiivin 5 artiklaan, jonka mukaan jäsenvaltioiden on sovellettava sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa koskevia säännöksiä ainakin sen alueella tehtyihin, sellaisia arvopapereita koskeviin toimiin, jotka on otettu kaupankäynnin kohteeksi jonkin jäsenvaltion arvopaperimarkkinoilla.

[804] OLJ 5/2000, s. 80. Tuottamusvastuuta ei voi perustaa Saksassa tulkintaan, vaan ainoastaan selvään lain säännökseen. Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 70, 76 ja 92–93, tahallisuudesta ja tuottamuksesta Saksassa.

[805] Gaillard: France (Insider Trading), s. 66–69.

[806] Ks. Gaillard: France (Insider Trading), s. 67.

[807] Ks. Le Conseil Constitutionnel, 28.7.1989, Décision no 89–260. Jos molemmissa menettelyissä päädytään antamaan sakko samasta asiasta koskien samaa henkilöä, ei annettujen sakkojen yhteenlaskettu määrä voi kuitenkaan suhteellisuusperiaatteen mukaan ylittää ankaramman säännöksen maksimisakkoa.

Sisäpiirintiedon ilmaiseminen on kielletty sekä laissa että COB määräyksessä ja sen rikkomisesta voi lain 465-1 § 2:n mukaan seurata vuosi vankeutta ja sakkoa 150 000 euroa. COB:n määräyksen osalta sanktiot langetetaan lain 621-14 ja 621-15 § perusteella. Oikeushenkilön rangaistusvastuuta (lain 465-3 §) sovelletaan myös ilmaisukiellon rikkomiseen.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa sisäpiirintiedon väärinkäytöltä edellytetään tietoisuutta. Lain (CJA) 57 § toteaa henkilön olevan sisäpiiriläinen, jos hänellä on sisäpiirintietoa ja hän tietää sen. Myös arvopaperikauppojen suosittelijan on 52(2)(a) §:n mukaan oltava tietoinen tai ainakin hänellä on oltava kohtuullinen syy uskoa, että suosituksen saaja käy kauppaa kyseisillä arvopapereilla säännellyillä markkinoilla tai ammattimaisen arvopaperinvälittäjän välityksellä taikka on itse ammattimainen arvopaperinvälittäjä. Lain 61 §:ssä on sisäpiirikaupasta seuraavat rangaistukset. Suppeassa menettelyssä teosta voi seurata sakkoa tai vankeutta enintään kuusi kuukautta taikka molempia. Syytteen perusteella annetun tuomion osalta rangaistus voi olla sakkoa tai vankeutta enintään seitsemän vuotta taikka molempia[808]. Mitään erillisiä rangaistusasteikkoja ei sisäpiirintiedon perusteella suosittelemiselle tai tiedon ilmaisemiselle ole.

FSMA 124(1) §:n mukaisesti FSA on julkistanut Enforcement manuaalissa linjauksensa hallinnollisista sanktioista. Manuaalissa todetaan FSA:n voivan langettaa rahallisia seuraamuksia. FSA ei kuitenkaan esitä mitään seuraamuksia koskevaa hinnastoa johtuen siitä, että markkinoiden väärinkäytöksiä on niin monen tyyppisiä. Lain 124(2) § asettaa kriteereitä, jotka FSA:n on otettava huomioon sanktioita mitatessaan. Näitä kriteereitä ovat toiminnan haitallinen vaikutus markkinoihin, toiminnan tahallisuus tai piittaamattomuus ja se, onko kyse luonnollisesta henkilöstä vai ei.

Yhdysvalloissa tuomioistuimen antama siviilioikeudellinen sanktio sisäpiirintiedon väärinkäytöstä voi olla sakkoa korkeintaan kolme kertaa enemmän kuin saadun hyödyn tai vältetyn tappion määrä.[809] Tahallisista arvopaperilakien rikkomisista voidaan syyttää myös rikosprosessissa, jossa rangaistus voi olla sakkoa enintään viisi miljoona dollaria tai vankeutta enintään 20 vuotta taikka oikeushenkilön ollessa kyseessä sakkoa enintään 25 miljoonaa dollaria[810].

Yhteenvetona vertailusta voidaan todeta, että rangaistusmaksimit sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ovat, Yhdysvallat poislukien, Norjassa (6v) ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa (7v) korkeimmat ja ne ovat langettaneet vähiten tuomioita. Siitä ei kuitenkaan liene mahdollista tehdä sellaista suoraa johtopäätöstä, että rikosten ennaltaehkäisyn kannalta rangaistusmaksimien

---

Vrt. Franz Fischer v. Austria, 29.5.2001. Ihmisoikeustuomioistuin ei ollut vakuuttunut asian ratkaisemisesta siten, että henkilön rangaistusta rikosprosessissa vähennettiin hallinnollisessa menettelyssä annetun seuraamuksen verran. Tuomioistuin katsoi, ettei mainittu seikka muuta sitä tosiasiaa, että henkilö tuomittiin kahdesti samasta asiasta ja että molemmat tuomiot jäivät voimaan.

[808] Kyse on tällöin valamiesoikeudenkäynnistä.

[809] SEA 21A(a)(2) (Civil Penalties for Insider Trading).

[810] SEA 32 (Penalties); Ks. myös HE 44/2002 vp, s. 93–94, syyksiluettavuudesta USA:ssa.

suuruudella olisi merkittävä asema.[811] Esimerkiksi tutkintavaltuuksilla on todennäköisesti suurempi vaikutus, koska ne tosiasiassa saattavat lisätä kiinnijoutumisriskin vaaraa. Tutkimuksessa tehty pelkkä rangaistusmaksimien vertailu ei myöskään anna täyttä kuvaa asiasta, koska siinä ei ole tarkempaa tietoa rangaistuskäytännöistä, seuraamusjärjestelmistä kokonaisuudessaan tai yhtenäisyydestä muihin rangaistaviin tekoihin. Yleisesti voitaneen kuitenkin todeta, että yksikään vertailun maa ei ole rikosoikeudellisia rangaistuksia käyttämällä saanut mitenkään vakuuttavaa jälkeä aikaan, ainakaan tuomioiden määrillä mitattuna. Tehokkain on ollut Saksa, jossa on 16 henkilöä tuomittu vuoden 1995 jälkeen. Kaikkien vertailumaiden yhteenlaskettu rikostuomioiden määrä oli 54 vuoden 2001 loppuun mennessä.[812]

---

[811] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 62–64. Tarkennetut analyysit eivät yleensä ole kyenneet tuottamaan suoria tilastollisia todistuksia siitä, että rikollisuuden määrät heijastelisivat havaittavalla tavalla käytössä olevien rangaistusten ankaruutta.

Ks. myös Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet (Del II), s. 326 (Max Oker-Blom).

[812] Ks. luku VI 4.

Vrt. Suomi, jossa sisäpiiririkoksista on tuomittu rangaistukseen yhteensä 11 henkilöä säännöksen voimaantulon (1989) jälkeen ja yhden kerran syyte hylätty.

Vrt. myös SEC Annual Report 2001, kohta appendix table 1 (www.sec.gov). USA:ssa SEC aloitti sisäpiirintiedon väärinkäyttöön liittyen vuonna 2001 siviilioikeudellisen (47 tapausta / 101 vastaajaa) tai hallinnollisen (10/14) prosessin 57 tapauksessa, joissa oli yhteensä 115 vastaajaa. Jos näistä edes 10–20 prosenttia saa jonkinlaisen sanktion, on ero eurooppalaisiin pääasiassa rikosoikeuteen nojaaviin järjestelmiin selkeä.

6 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö de lege ferenda

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 2 artiklan 1 kohta sisältää varsinaisen sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon sekä määrittelee kaikki ensimmäisen asteen sisäpiiriläiset:[813]

> Jäsenvaltioiden on kiellettävä toisessa alakohdassa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, käyttämästä kyseistä tietoa hankkimalla tai luovuttamalla tai yrittämällä hankkia tai luovuttaa omaan tai toisen lukuun suoraan tai välillisesti rahoitusvälineitä, joita kyseinen tieto koskee.
>
> Ensimmäistä alakohtaa sovelletaan kaikkiin henkilöihin,[814] joilla on hallussaan kyseinen tieto:
>
> a) liikkeeseenlaskijan hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsenyyden perusteella; tai
> b) liikkeeseenlaskijan pääomaan kohdistuvan osallisuutensa perusteella; tai
> c) työhönsä, ammattiinsa tai tehtäviinsä liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella, taikka
> d) rikollisen toiminnan kautta hankittuna.[815]

Artikla 2(1) vastaa asiasisällöltään pääosin sisäpiiridirektiivin 2(1) artiklaa.[816] Merkittävin ero on ilmauksen "tietoisesti hyväkseen" poistaminen nyt annettavasta 2(1) artiklasta. Sisäpiiridirektiivissä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä kielletään käyttämästä tietoisesti hyväkseen sisäpiirintietoa. Markkinoiden väärinkäyttöä koskevassa direktiiviehdotuksessa perustellaan tietoisuuden vaatimuksen poistamista sillä, että kyseisillä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisillä voi luonnostaan olla käytettävissä sisäpiirintietoa päivittäin ja että he ovat tietoisia saamansa tiedon luottamuksellisuudesta.[817] Edellä mainittu perustelulausuma

---

[813] Ks. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 20–22. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi tuo takaisin Annolan jaottelun mukaiset henkilö- ja lähdemalliin perustuvat sisäpiirin rajaukset. Nykyinen RL 51:1 on Annolan jaottelun mukaan tasapainomalliin perustuva.

[814] Artiklassa 1(6) todetaan henkilön tarkoittavan luonnollista tai oikeushenkilöä.

[815] Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 17). "Sisäpiirikauppojen osalta on otettava huomioon tapaukset, joissa sisäpiirintiedon lähteenä ei ole ammatti tai tehtävä, vaan rikollinen toiminta, jonka valmistelulla tai täytäntöönpanolla voisi olla huomattava vaikutus yhden tai useamman rahoitusvälineen hintoihin tai säänneltyjen markkinoiden hintojen muodostumiseen."

[816] Vrt. European Code of Conduct (77/534/EEC), supplementary principles kohta 9. "Any person who comes into possession of information, in exercising his profession or carrying out his duties, which is not public and which relates to a company or to the market in its securities or to any event of general interest to the market, which is pricesensitive, should refrain from carrying out, directly or indirectly, any transaction in which such information is used, and should refrain from giving the information to another person so that he may profit from it before the information becomes public."

[817] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 7.

ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten tietoisuudesta saamansa tiedon luottamuksellisuudesta viittaa siihen, että tietoisuus-oletus koskee tiedon luonnetta eikä sen käyttämistä, jonka on aina oltava tietoista. Tältä osin kyseessä olisi samanlainen tilanne kuin Suomessa nykyisin, jossa tahallinen ja tuottamuksellinen tekomuoto eroavat toisistaan sen perusteella, onko tekijä tiennyt käyttämänsä tiedon olevan sisäpiirintietoa vai ei.[818]

Artikla eroaa Suomessa voimassa olevasta sisäpiirisäännöksestä siinä, että direktiiviehdotuksen perustelujen mukaan artikla periaatteessa presumoi näiden ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten osalta tietoisuuden ja sitä kautta välttää tahallisuuden ja tuottamuksen välisen rajankäynnin. Suomessa taas tietoisuutta ei presumoida, vaan teko voidaan katsoa suoritetuksi törkeästä huolimattomuudesta, jos tekijä ei tiennyt tiedon olevan sisäpiirintietoa mutta oli törkeän huolimaton sen suhteen. Tämän artiklan ja sisäpiiridirektiivin vastaavan artiklan välinen ero olisi siinä, että jos enää ei vaadita tietoisuuden näyttämistä, vaan se presumoidaan, niin silloin tosiasiassa saadaan myös tuottamukselliset teot artiklan soveltamisalan ulottuville.[819] Joka tapauksessa syyksiluettavuuden raja on ilmeisimmin haluttu laskea tahallisuudesta tuottamuksen tasolle, koska olisi sääntelyn sisäisen logiikan vastaista vaatia ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiltä tahallisuutta samalla, kun toisen asteen sisäpiiriläisiltä edellytetään 4 artiklan mukaan vain tuottamusta. Direktiivin ei kuitenkaan tarvitse suoraan ottaa kantaa tällaiseen seikkaan, koska sillä ei säädetä rikosoikeudellisista seuraamuksista.

Muita eroja sisäpiiridirektiiviin verrattuna ovat arvopaperin määritelmän muuttuminen rahoitusvälineeksi, yrityksen tuleminen rangaistavaksi,[820] rikollinen toiminta -kohdan lisääminen ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin sekä kiellon ulottaminen myös suoraan oikeushenkilöihin. Oikeushenkilön osalta tämä tarkoittaa sitä, että oikeushenkilön voidaan katsoa käyttäy-

---

[818] Ks. HE 254/1998 vp, s. 21.

Ks. myös TaVL 28/2001 vp. Talousvaliokunnan mukaan kiellon ulottaminen koskemaan myös muuta kuin sisäpiirintiedon tietoista hyväksikäyttöä tarkoittaisi sitä, että määritelmä perustuisi käyttäytymiseen, ei aikomukseen tai tavoitteeseen.

[819] Ks. Lehtimaja: Rikosoikeudellista iäisyyskyselyä ym., s. 990, jonka mukaan todistelua koskevat rikoslajikohtaiset legaalipresumtiot eivät kuulu kotimaiseen rikoslainsäädännön traditioon, mutta niissä saattaisi olla ideaa nimenomaan yhdenvertaisuuden ja ennustettavuuden näkökulmasta. Varsinkin tahallisuus voitaisiin adekvaatisti päätellä olosuhteista ja tapahtumainkulusta, kun mitään muuta näyttöä syytetyn tekoaikaisista ajatustoiminnoista tuskin koskaan olisi saatavissa.

Ks. myös Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 203. Subjektiivisille elementeille annetaan vain vähän merkitystä tällaisissa tapauksissa, joissa presumptiona on tekijän tietoisuus. Tämä johtaa siihen, että rikosvastuun osalta siirrytään yhä objektiivisempaan, ulkokohtaisempaan, syyllisyysarviointiin.

[820] Ks. CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 7. CESR esitti EU-komissiolle myös yrityksen säätämistä rangaistavaksi, mutta komission ehdotuksessa markkinoiden väärinkäyttö -direktiiviksi ei yritystä alun perin esitetty rangaistavaksi.

tyvän sisäpiiriläisen tavoin käyttäessään sisäpiirintietoa omaksi hyödykseen[821].

> Rikollinen toiminta lisättiin direktiiviin Yhdysvalloissa 11.9.2001 tapahtuneen terrori-iskun seurauksena. Rikollisen toiminnan kautta hankittu tieto voi käytännössä tarkoittaa esimerkiksi tilanteita, joissa rikollista toimintaa suunnitellaan kohdistuvaksi pörssiyhtiöihin tai sellaisiin kohteisiin, jotka vaikuttavat pörssiyhtiöiden toimintaan taikka jolla on vaikutusta koko markkinoihin, kuten edellä mainitulla terrori-iskulla.

Säännöksessä oleva tiedon *käyttämisen* vaatimus korostaa kausaliteetin merkitystä. Monissa jäsenmaissa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistöissä ei edellytetä nimenomaisesti tiedon käyttämistä, vaan yleisesti kielletään vain sisäpiirintietoa saaneita henkilöitä käymästä kauppaa. Ainakin teoriassa direktiivin muotoilu johtaisi joissakin jäsenmaissa tältä osin lainsäädännön lievenemiseen. Artikla ei myöskään sisällä erillistä hyötymistarkoituksen kriteeriä niin kuin suomalainen säännös, joten periaatteessa RL 51:1 vaatii suurempaa näyttöä kuin kyseinen artikla. Käytännössä ei liene kuitenkaan suuremmin eroja, koska tiedon käyttäminen ja hyötymistarkoitus ilmenevät tyypillisesti siten, että tiedon johdosta ryhdytään luovuttamaan tai hankkimaan arvopapereita, koska tiedetään niiden arvon laskevan tai nousevan.[822]

Artikla 2(2) ulottaa kohdassa 1 säädetyn kiellon koskemaan myös niitä luonnollisia henkilöitä, jotka osallistuvat päätökseen toteuttaa kauppa oikeushenkilön lukuun silloin, jos 1 kohdassa tarkoitettu henkilö on oikeushenkilö.

Artiklan 2(3) mukaan sisäpiirikaupan kieltoa ei sovelleta liiketoimiin, jotka on tehty erääntyneen rahoitusvälineiden hankinta- tai luovutusvelvoitteen täyttämiseksi, kun tämä velvoite johtuu ennen sisäpiirintiedon saamista tehdystä sopimuksesta. Artikla puhuu vain *velvoitteista* eikä lainkaan oikeuksista. Tämä lienee ymmärrettävä siten, että säännöksellä on ainoastaan haluttu selvästi rajata ennen sisäpiirintiedon saamista tehdyistä velvoitteista johtuvat liiketoimet sisäpiirikaupan kiellon ulkopuolelle, mutta oikeuksista vaikenemisella ei kuitenkaan välttämättä ole tarkoitettu sitä, että ne automaattisesti tulisivat aina kiellon piiriin. Oikeuksia ei näissä tapauksissa ehkä ole samalla tavalla haluttu suoraan jättää soveltamisalan ulkopuolelle, koska niiden osalta voi joissain tapauksissa olla mahdollista erikseen saada hyötyä sisäpiirintiedon avulla, vaikka kyseiseen oikeuteen liittyvä sopimus olisikin tehty ennen sisäpiirintiedon haltuun saamista. Näin ollen oikeuksien osalta sisäpiirisäännöksen soveltuvuus on ratkaistava tapauskohtaisesti.[823]

---

[821] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 7.

[822] Ks. HE 254/1998 vp, s. 21; luku IV 4; Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999); Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002); BAWe-Deutshe Börse, s. 18.

[823] Ks. enemmän luvussa IV 1.3.2 (amerikkalaiset ja eurooppalaiset optiot ja warrantit sekä johdannaisposition sulkeminen); Ks. myös HE 254/1998 vp, s. 21.

Jos erilaiset oikeuksista johtuvat liiketoimet olisi poikkeuksetta tarkoitettu ottaa sisäpiirikaupan kiellon piiriin, se saattaisi aiheuttaa merkittäviä käytännön ongelmia johdannaismarkkinoiden normaalille toiminnalle. Esimerkiksi henkilö, joka ostaisi osto-option eli oikeuden hankkia osakkeita tiettyyn hintaan myöhemmin tulevaisuudessa, ei ostohetkellä voisi olla varma siitä, onko hänen bona fide solmimansa johdannaissopimus enää toteutettavissa sen päättymispäivänä syyllistymättä lain vastaiseen tekoon. Vaikka tällaisen säännöksen ei katsottaisikaan rikkovan laillisuusperiaatteen mukaista täsmällisyysvaatimusta, olisi kuitenkin kohtuullista, että henkilö voisi tekohetkellä kohtuudella tietää toimintansa mahdolliset seuraukset.

Artiklan 3 mukaan:

Jäsenvaltioiden on kiellettävä 2 artiklassa säädetyssä kiellossa tarkoitettuja henkilöitä:
a) ilmaisemasta kyseistä sisäpiirintietoa toiselle henkilölle, jollei tämä tapahdu osana kyseisen henkilön työn, ammatin tai tehtävien tavanomaista suorittamista;
b) sisäpiirintiedon perusteella suosittelemasta toiselle sellaisten rahoitusvälineiden hankkimista tai luovuttamista, tai houkuttelemasta tätä hankkimaan tai luovuttamaan sellaisia rahoitusvälineitä, joihin kyseinen tieto liittyy.

Artikla vastaa sisällöltään sisäpiiridirektiivin 3 artiklaa. Kyseessä on ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin liittyvä sisäpiirintiedon ilmaisemisen ja vihjeen antamisen kieltävä säännös. Toisen asteen sisäpiiriläisiä eli vihjeen saajia koskeva säännös on 4 artiklassa. Sen perusteella jäsenvaltioiden on ulotettava 2 ja 3 artiklat koskemaan myös muita kuin kyseisissä artikloissa tarkoitettuja henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa, jos kyseinen henkilö tietää tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa.

Ilmaisukiellon tarkoitus on lähinnä estää tarpeetonta sisäpiirintiedon levittämistä ja näin ollen ehkäistä mahdollisia väärinkäytöksiä. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi ei kuitenkaan tarkemmin määrittele sitä, milloin on kyse tavanomaisen työn, ammatin tai tehtävän suorittamisesta, joten tämän osalta epäilyksen alaiseksi joutuneen henkilön on tarvittaessa kyettävä antamaan ainakin kohtuullinen selvitys siitä, miten sisäpiirintiedon ilmaiseminen ja työtehtävät liittyivät toisiinsa.[824]

Myös 4 artikla pohjautuu sisäpiiridirektiivin vastaavaan säännökseen. Säännöksessä on kuitenkin pari merkittävää eroa sisäpiiridirektiiviin verrattuna. Ensiksikin uudessa 4 artiklassa viitataan sekä 2 että 3 artiklaan. Vihjeen saajia koskee siten kielto käyttää sisäpiirintietoa omaksi tai toisen hyväksi rahoitusvä-

[824] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 485, jonka mukaan kysymys siitä, milloin on kyse normaalista sisäpiirintietojen ilmaisemisesta, riippuu pitkälti yhtiöoikeuden säännöksistä.

lineiden kaupassa, mutta sen lisäksi vihjeen saajia on kiellettävä myös ilmaisemasta sisäpiirintietoa sivullisille sekä antamasta sisäpiirintiedon perusteella suosituksia sivullisille. Sisäpiiridirektiivissä vihjeen saajien osalta edellytettiin vain kieltoa käyttää tietoa omaksi tai toisen hyväksi. Sisäpiiridirektiivin 6 artikla antoi kuitenkin jäsenvaltioille mahdollisuuden laajentaa sisäpiirintiedon ilmaisemista ja suositusten antamista koskevat kiellot ulottumaan myös vihjeen saajiin.

> Jos myös toisen asteen sisäpiiriläisiä kielletään ilmaisemasta tietoa sivullisille, tarkoittaa se käytännössä, että esimerkiksi taksinkuljettaja ei voi kertoa asiakkailta vahingossa kuulemaansa sisäpiirintietoa kenellekään edes ilman neuvomistarkoitusta. Kielto koskee taksinkuljettajaa kuitenkin vain, jos hän tietää tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa.

Toinen ero liittyy vihjeen saajien tietoisuuteen. Toisin kuin ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiltä, joiden osalta tietoisuusvaatimus on poistettu tunnusmerkistöstä, vihjeen saajalta nimenomaan edellytetään, että hän tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää tiedon olevan sisäpiirintietoa. Vihjeen saajia koskeva tietoisuuden vaatimus ei kuitenkaan enää ulotu siihen, että heidän tulisi tietää sisäpiirintiedon lähteen voivan suoraan tai välillisesti olla vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen. Tämän ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin viittaavan linkin poistaminen muuttaa 4 artiklan luonnetta siten, että se ei oikeastaan enää olekaan pelkkä vihjeen saajia koskeva säännös. Artikla pitää tosiasiassa sisällään sekä vihjeen saajat että sellaiset ensimmäisen asteen sisäpiiriläiset, joita ei ole lueteltu artiklassa 2(1). Tällaisten muiden ensimmäisen asteen sisäpiiriläisten tieto olisi saatu muuten kuin liikkeeseenlaskijaan liittyvän aseman tai omistuksen perusteella tai muuten kuin työhön, ammattiin tai tehtävään liittyvän tiedonsaantimahdollisuuden perusteella taikka rikollisen toiminnan kautta.[825]

[825] Ks. Annola: Sisäpiirin kaupankäynnistä, s. 36. Tällainen muu ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen voisi olla esimerkiksi liikkeeseenlaskijan ulkopuolinen tutkija, jonka työssään saavuttama tutkimustulos osoittaa jonkin tuotteen edulliset terveysvaikutukset perusteettomiksi ja siten vaikuttaa olennaisesti tuotetta valmistavan liikkeeseenlaskijan osakkeen arvoon.

V
SISÄPIIRISÄÄNTELYN ERITYISKYSYMYKSIÄ

1 Törkeä tekomuoto

Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö:

RL 51:2:n mukaan, jos tahallisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä
1) tavoitellaan erityisen suurta hyötyä tai huomattavaa henkilökohtaista etua,
2) rikoksentekijä käyttää rikoksen tekemisessä hyväksi erityisen vastuullista asemaansa arvopaperikeskuksen, selvitysyhteisön, arvopaperinvälittäjän, arvopaperipörssin, optioyhteisön tai arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvan yhteisön palveluksessa tai edustajana taikka niiden antamassa tehtävässä tai
3) rikos tehdään erityisen suunnitelmallisesti

ja sisäpiirintiedon väärinkäyttö on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä, rikoksentekijä on tuomittava törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä vankeuteen vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi.
Yritys on rangaistava.

Sisäpiirintiedon väärinkäytön vakavimpien ilmenemismuotojen eriyttämiseksi rikoslakiin on otettu rikoksen törkeää tekomuotoa koskeva säännös. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö katsotaan törkeäksi, jos rikoksella tavoitellaan erityisen suurta hyötyä tai huomattavaa henkilökohtaista etua, jos rikoksentekijä käyttää rikoksen tekemisessä hyväksi erityisen vastuullista asemaansa tiettyjen säännöksessä mainittujen yhteisöjen palveluksessa tai edustajana taikka niiden antamassa tehtävässä tai jos rikos tehdään erityisen suunnitelmallisesti. Lisäedellytyksenä on, että sisäpiirintiedon väärinkäyttö on myös kokonaisuutena arvostellen törkeä. Törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön rangaistusasteikko mahdollistaa ankarat rangaistusseuraamukset vakavimmissa väärinkäytöksissä. Törkeää tekomuotoa ei kuitenkaan voida soveltaa törkeästä huolimattomuudesta tehtyyn sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.[826]

1.1 ERITYISEN SUURI HYÖTY TAI HUOMATTAVA HENKILÖKOHTAINEN ETU

Arvopaperikaupassa on usein kyse suurista pääomista ja sen vuoksi myös väärinkäytöksillä saavutettava hyöty saattaa olla huomattavan suuri. Rikoksella

---

[826] HE 254/1998 vp, s. 23–24.
Vrt. esim. Ruotsin Insiderstrafflag (2000:1086) 5 §, jonka mukaan teon törkeyttä arvioitaessa on otettava huomioon kaupan laajuus ja muut olosuhteet.

tavoitellun hyödyn suuruutta voidaan tarkastella paitsi euromääräisenä suureena myös suhteutettuna kurssien muutokseen. Mitä suurempi kurssien muutos sisäpiirintiedon julkistamisesta on aiheutunut, sitä todennäköisempää on, että sisäpiirintietoa väärinkäyttänyt on tavoitellut suurta hyötyä. Tämä edellyttää kuitenkin, että tekijä on etukäteen voinut mieltää muutoksen suuruuden, mikä on otettava huomioon harkittaessa, onko sisäpiirintiedon väärinkäytöllä tavoiteltu *erityisen* suurta hyötyä. Säännöksellä ei tarkoiteta hyödyn suuruuden vertaamista mihinkään tiettyyn arvorajaan kuten törkeässä varkaudessa, koska vertailu johtaisi todennäköisesti siihen, että kaikki sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat tapaukset olisi katsottava törkeiksi. Tavoitellun hyödyn tulee olla erityisen suuri suhteessa vastaavansuuruisessa arvopaperikaupassa normaalisti odotettavissa olevaan hyötyyn. Tällaisen toiminnan tapahtuessa yhteisöjen toiminnan piirissä, jolloin hyötykin ohjautuu yhteisölle eikä ainakaan välittömästi rikokseen syyllistyneille, hyödyn määrän suoraviivainen vertaaminen esimerkiksi varkaudella tavoiteltavan hyödyn määrään ei ole perusteltua. Perinteisten varallisuusrikosten piirteitä on enemmän sellaisessa sisäpiirintiedon väärinkäytössä, jossa tavoitellaan henkilökohtaista etua. Silloin pienemmänkin hyödyn tavoittelu voi olla paheksuttavuudeltaan muihin törkeisiin varallisuusrikoksiin verrattavaa.[827] Tällaisissakin tapauksissa on otettava huomioon suurten pääomien johtavan melko pienienkin kurssimuutosten johdosta helposti suureen hyötyyn.[828]

Arvopaperimarkkinoilla saattaa olla useita tekijöitä, jotka kaikki samanaikaisesti vaikuttavat arvopaperin arvoon tai hintaan. Sen johdosta on erittäin vaikea arvioida, miten paljon jokin yksittäinen sisäpiirintieto lopulta vaikuttaa arvopaperin kurssiin. Tästä johtuen rikoksella tavoitellun hyödyn suuruutta ei ole järkevää tarkastella ainakaan yksinomaan saadun hyödyn rahamääräisenä suureena tai suhteutettuna kurssien tapahtuneeseen muutokseen. Objektiivisesti arvioituna erittäin hyväkin sisäpiirintieto saattaa johtaa vain kohtuulliseen hyötyyn markkinoille samanaikaisesti tulevien muiden uutisten takia. Tämä ei kuitenkaan muuta sitä, että henkilö on saattanut alun perin täysin perustellusti mieltää tulevan kurssimuutoksen suureksi.

Teon törkeysastetta pohdittaessa on syytä ottaa huomioon myös se seikka, että suurten pääomien sijoittaminen sisäpiirintiedon perusteella voi olla nimenomainen indisio henkilön tarkoituksesta tavoitella suurta hyötyä riippumatta

---

[827] Ks. Nuutila: Rikosoikeus (Rikokset julkista taloutta vastaan), s. 1021–1022. Törkeässä veropetoksessa (RL 29:2) huomattavana taloudellisena hyötynä on käytännössä pidetty vajaan 20 000 euron rajaa.

Vrt. Meulbroek: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, s. 1667–1668, jonka 1980-lukua koskevan amerikkalaisen tutkimuksen mukaan valtaosa sisäpiiririkoksista on suhteellisen pieniä ja niistä saatu hyöty vähäistä (keskimäärin 17 000 dollaria).

[828] HE 254/1998 vp, s. 24; Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1500.

kurssimuutoksen todellisesta suuruudesta tai siitä, reagoivatko kurssit lyhyellä tähtäyksellä ollenkaan. Vaikka hyödyn suuruuden arvioiminen on sitä vaikeampaa, mitä pidemmällä aikavälillä hyöty kaupanteon jälkeen seuraa, voi myös pitkällä tähtäyksellä saavutettu hyöty tai etu olla säännöksen tarkoittamalla tavalla suurta tai huomattavaa. Käytännössä tavoitellun hyödyn suuruutta voidaan hyvin arvioida sijoitetun pääoman määrän perusteella ja todellinen saadun hyödyn määrä otetaan huomioon rikoshyötyä konfiskoitaessa.

Vaikka suuret pääomat johtavat pienienkin kurssimuutosten johdosta helposti suureen hyötyyn, ei sijoituksen suuruutta arvioitaessa voida antaa liikaa painoa sille, miten suuria summia henkilö tai yhtiö voi vaivatta sijoittaa, vaan arvio on tehtävä sen mukaan, mikä on objektiivisesti arvioiden suuri.[829] Muussa tapauksessa varakkailla henkilöillä ja yhtiöillä olisi mahdollisuus saada enemmän hyötyä sisäpiirintiedon avulla kuin vähemmän varakkailla, ennen kuin teko katsottaisiin törkeäksi. Toisaalta sijoituksen suuruus suhteutettuna henkilön omaan varallisuuteen voi olla merkki henkilön tarkoituksesta tavoitella maksimaalista hyötyä sisäpiirintiedon avulla. Arviointia ei kuitenkaan voida tehdä siten, että vähemmän varakkaan laittaessa "kaikki likoon" teko tulisi pelkästään sen johdosta törkeäksi, ellei sijoituksen määrää myös muuten olisi pidettävä objektiivisesti arvioiden suurena.[830]

Sanalla etu tarkoitetaan tässä muutakin kuin arvopaperin arvon tai hinnan muutoksesta suoraan seuraavaa taloudellista hyötyä. Henkilökohtaista etua voisi olla esimerkiksi se liikesuhteen jatkuvuudesta ja tiivistymisestä seuraava etu, jonka arvopaperin välittäjä saa osallistuessaan toimeksiantajalleen edulliseen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Myös jonkin yhteisön palveluksessa oleva saattaa saada huomattavaa henkilökohtaista etua tällaisesta rikoksesta esimerkiksi menestyksenä urallaan, vaikkei se hänelle välittömästi tuottaisikaan erityisen suurta taloudellista hyötyä.[831] Se missä vaiheessa tai millainen menestys uralla on katsottava huomattavaksi, on jokseenkin hankalasti mitattavissa. Helpompaa on ottaa huomioon tapauksesta mahdollisesti saadut bonukset tai muut välilliset palkkiot, jotka ovat yleisiä toisen palveluksessa olevilla sijoituksia hoitavilla henkilöillä.

---

[829] Ks. Koskinen: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus, s. 110–111. Virheen olennaisuutta arvioitaessa on myös virheen absoluuttinen suuruus otettava huomioon.

[830] Ks. Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 23. Syyksiluettavuuden osalta oikeus arvioi osakehankinnan merkitystä suhteessa henkilön taloudellisiin olosuhteisiin.

[831] HE 254/1998 vp, s. 24.

1.2 ERITYISEN VASTUULLISEN ASEMAN HYVÄKSIKÄYTTÖ

Vastuullisen aseman väärinkäyttäminen sisäpiiririkoksen tekemisessä on erityisen paheksuttavaa ja arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta vakavasti vaarantavaa. Tämän johdosta yksi ankaroittamisperuste onkin tietynlaisen vastuuaseman väärinkäyttö. Koska sisäpiirintietoa on yleensäkin vain vastuullisissa tehtävissä toimivilla, ankaramman rangaistusuhan alaiseksi on saatettu vain ne henkilöt, joilla on *erityisen* vastuullinen asema. Tämän perusteen soveltaminen edellyttää lisäksi, että tällainen asema perustuu toimimiseen arvopaperikeskuksen, selvitysyhteisön, arvopaperinvälittäjän, arvopaperipörssin, optioyhteisön tai arvopaperin liikkeeseenlaskijan tai sen kanssa samaan konserniin kuuluvan yhteisön palveluksessa tai edustajana taikka niiden antamassa tehtävässä.[832] Vastuullisen aseman hyväksikäyttöön voi syyllistyä vain niin sanottu ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen, joka on saanut tiedon erityisen vastuullisen asemansa vuoksi. Toisen asteen sisäpiiriläisen tieto perustuu aina jonkun muun henkilön tahallaan tai vahingossa antamaan tietoon eikä mihinkään vastuulliseen asemaan.

Säännöstä ei ole kuitenkaan tarkoitettu automaattisesti sovellettavaksi kaikkiin tällaisessa vastuuasemassa oleviin, jotka ovat syyllistyneet kysymyksessä olevaan rikokseen, vaan edellytyksenä on aina myös se, että erityisen vastuullista asemaa on *käytetty hyväksi* rikoksen tekemisessä. Aseman hyväksi käyttäminen voi ilmetä siten, että tekijä on saanut sisäpiirintietoa erityisen vastuullisen asemansa vuoksi tai että hän on kyennyt tiedon hyödyntämiseen juuri tuon asemansa avulla.[833]

Arvopaperikeskuksessa, arvopaperipörssissä tai optioyhteisössä erityisen vastuullinen asema on lähinnä johtoon kuuluvilla henkilöillä. Joissain harvoissa tapauksissa voi myös näiden yhteisöjen palveluksessa muissa tehtävissä olevilla henkilöillä olla laaja oikeus saada sisäpiirintietoja tai merkittävä toimivalta tehdä itsenäisiä ratkaisuja. Tällöin säännöstä voidaan soveltaa myös kyseisten henkilöiden toimintaan. Kuitenkin joidenkin pankkien sivukonttorien

---

[832] HE 254/1998 vp, s. 24–25.

Arvopaperikeskus viittaa arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 3 luvussa tarkoitettuun arvopaperikeskukseen. Vuoden 1997 alusta voimaan tulleella lainsäädännöllä muodostettu arvopaperikeskus huolehtii arvo-osuusyhdistyksen, Suomen Osakekeskusrekisteri Osuuskunnan ja Helsingin Rahamarkkinakeskus Oy:n aikaisemmasta liiketoiminnasta sekä Helsingin Arvopaperipörssi Oy:n selvitys toiminnosta.

Selvitysyhteisöstä on säädetty arvopaperimarkkinalain 4 a luvussa. Tällä hetkellä selvitysyhteisönä toimii vain Suomen Arvopaperikeskus Oy.

Arvopaperipörssin ja arvopaperinvälittäjän käsitteet on määritelty arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä ja optioyhteisö optiokauppalain 1 luvun 3 §:ssä.

[833] HE 254/1998 vp, s. 24–25; Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1500–1501.

vastuuhenkilöillä arvopaperikauppaan liittyvät tehtävät ja toimintamahdollisuudet ovat yleensä niin vähäiset, ettei heidän voida katsoa olevan säännöksen tarkoittamassa erityisen vastuullisessa asemassa. Arvopaperinvälitysliikkeen avustavissa tehtävissä toimiviin toimistohenkilöihin, kuten tekstinkäsittelijöihin, säännöstä ei voida soveltaa. Näiden periaatteiden mukaan voidaan säännöstä soveltaa vastaavasti arvopaperin liikkeeseenlaskijan palveluksessa oleviin.[834]

Liikkeeseenlaskijan kanssa samaan konserniin kuuluvissa muissa yhtiöissä työskentelevät henkilöt saattavat asemansa perusteella saada arvopaperiin liittyviä sisäpiirintietoja samalla tavalla kuin liikkeeseenlaskijankin palveluksessa olevat. Heillä voi asemansa perusteella olla erityinen mahdollisuus käyttää näitä tietoja hyväkseen, minkä johdosta ankaroittamisperuste on ollut tarpeen ulottaa koskemaan kaikkia konserniin kuuluvia yhteisöjä. Säännöksessä käytettävä konsernin käsite viittaa osakeyhtiölaissa ja kirjanpitolaissa omaksuttuun konsernin käsitteeseen.[835]

Konserni voi muodostua muistakin yhteisöistä kuin vain osakeyhtiöistä. Osakeyhtiölain ja kirjanpitolain konsernikäsitteet vastaavat pääosin toisiaan, mutta siltä osin kuin ne eroavat toisistaan soveltamisessa on syytä ottaa rikoslain yleisten tulkintaperiaatteiden lisäksi huomioon se, kuinka kiistattomasti tekijä on ollut erityisen vastuullisessa asemassa toimiessaan esimerkiksi säätiössä. Liikkeeseenlaskijayhtiötä lähellä olevan säätiön palveluksessa oleva henkilö voi olla sellaisessa erityisen vastuullisessa asemassa, että häneen on perusteltua kohdistaa tavanomaista ankarampi rangaistusuhka sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Muun muassa julkisen osakeyhtiön eläkesäätiön henkilöstöön on syytä kohdistaa yhtä ankara rangaistusuhka kuin osakeyhtiönkin henkilöstöön. Tulkintatilanteet eivät käytännössä liene kovin merkittäviä, koska säätiönkin palveluksessa saatu sisäpiirintieto todennäköisesti käytetään hyväksi muussa säännöksessä tarkoitetussa erityisen vastuullisessa asemassa, jolloin törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö joka tapauksessa soveltuisi.[836]

Välittäjien edustajilla tarkoitetaan erityisesti meklareita ja pörssimeklareita, mutta niillä voidaan tarkoittaa myös sellaisia henkilöitä, jotka toimivat osakeyhtiölaissa tarkoitettuina osakeyhtiön edustajina, jos heillä on erityisen vastuullinen asema. Säännöksen soveltamista rajoittaa vaatimus siitä, että tiedon hyväksikäyttämisen on perustuttava juuri erityisasemassa saatuihin tietoihin taikka toimintamahdollisuuksiin tuossa asemassa. Arvopaperinvälittäjän tai arvopaperin liikkeeseenlaskijan antamassa tehtävässä toimii muun muassa sellainen

---

[834] HE 254/1998 vp, s. 25.

[835] Ibid.

OYL:n 1 luvun 3 §:n 1 momentin mukaan emoyhtiö tytäryhteisöineen muodostaa konsernin. Emoyhtiö on osakeyhtiö, jolla on määräysvalta toisessa kotimaisessa tai ulkomaisessa yhteisössä. Määräysvallassa oleva yhteisö on tytäryhteisö.

[836] HE 254/1998 vp, s. 25.

asianajaja tai muu konsultti, joka on esimerkiksi saanut toimeksiannon yrityskaupan tai yhtiöiden sulautumisen valmistelemiseksi. Sisäpiirintiedon hyväksikäyttämiseltä ei kuitenkaan edellytetä, että se tapahtuu annetun tehtävän suorittamisessa, vaan se voi tapahtua tehtävästä riippumatta, jos tiedon saaminen perustuu erityisen vastuulliseen asemaan annetun tehtävän suorittajana.[837]

Viranomaisten palveluksessa olevilla saattaa myös olla erityisen vastuullinen asema arvopaperimarkkinoihin liittyvissä tehtävissä ja oikeus tai mahdollisuus saada erityisen merkittävää sisäpiirintietoa. Rikoslain törkeät tekomuodot on kuitenkin kirjoitettu tyhjentävästi, joten julkisyhteisöjen palveluksessa oleviin ankaroittamisperustetta ei voida soveltaa, koska heitä ei säännöksessä ole mainittu. Valvonta- tai muiden viranomaisten palveluksessa olevien toimintaa arvostellaan jo muutenkin lähtökohtaisesti muita ankarammin. Asemaan perustuva sisäpiirintiedon väärinkäyttö merkitsee yleensä säännönmukaisesti myös virkavelvollisuuden vastaista toimintaa, jolloin tekoon voidaan soveltaa sisäpiirisäännösten ohella rikoslain virkarikossäännöksiä.[838]

1.3 ERITYINEN SUUNNITELMALLISUUS

Rikoksen *erityinen* suunnitelmallisuus osoittaa usein teon tavanomaista suurempaa paheksuttavuutta. Tämä saattaa ilmetä laajoina etukäteisvalmisteluina vaikkapa rahoituksen järjestämiseksi tai yhteistyökumppaneiden hankkimiseksi rikoksen onnistumiseksi. Ilmitulon estämiseksi etukäteen tehdyt taloudelliset tai yhtiöoikeudelliset harhautustoimenpiteet voivat omalta osaltaan myös ilmentää tällaista suunnitelmallisuutta.[839]

Useissa tapauksissa sisäpiirintiedon väärinkäyttö vaatii jonkinasteista suunnitelmallisuutta. Pelkkä tiedon käsittäminen sisäpiirintiedoksi ja sen perusteella tehtävät johtopäätökset siitä, minkälaisia kauppoja on hyvä tehdä, edellyttää hieman harkintaa. Erityisen suunnitelmallisuuden kriteeri nostaa vaatimuksen selvästi korkeammalle. Täyttyykö erityinen suunnitelmallisuus silloin, kun kauppoja tehdään sisäpiirintiedon perusteella käyttäen muita instrumentteja kuin pelkkiä osakkeita? Tarkoittaako esimerkiksi johdannaisten käyttö automaattisesti erityistä suunnitelmallisuutta? Jos johdannaisten käytön tarkoituksena on selvästi todellisten motiivien häivyttäminen monimutkaisten transaktioiden taakse, tulisi erityinen suunnitelmallisuus helposti kyseeseen. Sen sijaan johdannaisten käyttöä voi tuskin pitää mitenkään erityisen suunnitelmallisena esimerkiksi tilanteessa, jossa henkilöllä ei ole riittävästi käteisvaroja suoriin osakeostoihin. Tällöin johdannaiset tarjoavat lähinnä edullisimman vaihto-

---

[837] HE 254/1998 vp, s. 25–26.
[838] Ibid.
[839] HE 254/1998 vp, s. 26; Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1501.

ehdon sisäpiirintiedon hyväksikäyttöön ja siten mahdollisen kurssinousun hyödyntämiseen. Luonnollisesti asia voidaan viime kädessä ratkaista vain tapauskohtaisella harkinnalla.

Erityinen suunnitelmallisuus on ilmeistä tilanteissa, joissa sisäpiirikauppoja havaitaan tehdyn erilaisten bulvaanien kautta. Niiden tarkoituksena ei epäilemättä voi olla mikään muu syy kuin oikean omistajan alkuperän häivyttäminen. Vastaavasti jonkinlaisen sisäpiiriringin ylläpitäminen ja hyödyntäminen sisäpiirintietojen levittämiseen ja käyttämiseen täyttää kiistatta kriteerit. Tällainen sisäpiiriringin ylläpitäminen on yleensä mahdollista vain sellaisille henkilöille, jotka toimivat ammattimaisesti markkinoilla ja joilla siten on toistuvasti mahdollisuus päästä käsiksi sisäpiirintietoihin. Tällöin saattaa myös täyttyä kaksi muuta edellä mainittua kvalifiointiperustetta eli erityisen suuren hyödyn tavoittelu sekä erityisen vastuullisen aseman käyttäminen.[840]

1.4 KOKONAISARVOSTELU

Törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää aina, että rikos myös *kokonaisuutena* arvostellen on törkeä kuten törkeitä tekomuotoja koskevat säännökset yleensäkin. Tämä edellytys sulkee käytännössä soveltamisalan ulkopuolelle esimerkiksi sellaiset suunnitelmalliset väärinkäytökset, joissa tavoitellaan vain vähäistä hyötyä. Samoin erityisen vastuullisen aseman väärinkäyttämisestä huolimatta rikosta ei katsota törkeäksi, jos sillä tavoitellaan vain vähäistä hyötyä tai henkilökohtaista etua. Tosin käytännössä lienee harvinaista, että tekijä toimisi erityisen suunnitelmallisesti saadakseen vain vähän hyötyä. Teko tulee helpommin kokonaisuutena arvostellen törkeäksi, jos se täyttää useamman kuin yhden kvalifiointikriteerin samalla kertaa. Joissain tapauksissa säännöksen soveltuvuuden arvioinnin heikkoutena on se, että kokonaisarvostelun kannalta kiistattoman törkeästä teosta ei tekijää voida tuomita kvalifioidun asteikon mukaan, elleivät samalla lainsäätäjän asettamat erityiskriteerit täyty[841].

Törkeältä sisäpiirintiedon väärinkäytöltä edellytetään aina tahallisuutta. Säännöstä ei voida soveltaa törkeästä huolimattomuudesta tehtyyn sisäpiiririkokseen. Rangaistus törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on vähintään neljä kuukautta ja enintään neljä vuotta vankeutta eli rangaistusasteikko vastaa varallisuusrikosten törkeiden tekomuotojen asteikkoa. Myös törkeän sisäpiirintiedon väärinkäytön yritys on rangaistavaa.[842]

---

[840] Ks. esim. SEC v. Dennis Levine, Civil Action No. 86 Civ. 3726 S.D.N.Y. (1986).

[841] Ks. Tulokas: Arvopaperimarkkinarikoksia koskevat säännösehdotukset, s. 2, jonka mukaan tällainen kvalifiointitapa on eräissä tapauksissa osoittautunut epäonnistuneeksi (esim. törkeä pahoinpitely). Hänen mielestään vanha sääntelytapa, jossa mainittiin eräitä tekotapoja esimerkkeinä, oli selvästi parempi vaihtoehto.

[842] HE 254/1998 vp, s. 23–26.

Esimerkkinä tapauksesta, jota voitaisiin pitää törkeänä sisäpiirintiedon väärinkäyttönä sekä kaikkien kolmen kvalifiointiperusteen että kokonaisarvostelun kannalta, on tapaus, jossa kahden henkilön epäiltiin käyttäneen sisäpiirintietoa yhteisymmärryksessä. Toinen henkilöistä työskenteli pankinjohtajana, jonka vastuualueeseen kuului erään liikkeeseenlaskijan pankkiasioiden hoitaminen. Tässä tehtävässään hän toimi pankin ja kyseisen liikkeeseenlaskijan välisenä yhteyshenkilönä ja hänen kauttaan käytiin myös neuvotteluja sisäpiirintietoihin kuuluvista asioista. Haltuunsa saamien tietojen avulla hän neuvoi toista henkilöä kyseisen arvopaperin kaupassa. Kyse oli selvästikin tilanteesta, jossa henkilö pystyi hyödyntämään sisäpiirintietoa, jota hän sai erityisen vastuullisen asemansa vuoksi ollessaan arvopaperinvälittäjän palveluksessa[843].

Erityistä suunnitelmallisuutta taas kuvastaa näiden samaisten henkilöiden etukäteisvalmisteluina tekemä sopimus, jossa ensinnäkin sovittiin rahojen sijoittamisesta mainitun liikkeeseenlaskijan arvopapereihin ja toisekseen mahdollisen voiton ja tappion jaosta sekä sopimuksen voimassaoloajasta. Voiton ja tappion jako sopimuksessa määräytyi rahoituksen mukaan siten, että rahoittajana ja sijoitusten tekijänä ollut osapuoli sai 80 % ja sisäpiirintiedon toimittajana ollut pankinjohtaja 20 %. Näiden yhteistyökuvioiden ja rahoitusjärjestelyiden tarkoituksena oli pidempiaikainen kumppanuus sekä mitä ilmeisimmin myös mahdollisen ilmitulon estäminen. Pankinjohtaja tuskin olisi ilman ulkopuolista apua kyennyt käyttämään sisäpiirintietoa huomaamatta hyväkseen. Koska arvopaperikauppaan sijoitettu summakin oli yli seitsemän miljoonaa markkaa, voidaan tekijöiden katsoa tavoitelleen erityisen suurta hyötyä.[844]

---

[843] Arvopaperinvälittäjiä ovat AML 1 luvun 4 §:n 1 momentin 4) kohdan mukaan muun muassa luottolaitostoiminnasta annetun lain 2 §:ssä tarkoitetut luottolaitokset, jotka yhtiöjärjestyksensä tai sääntöjensä mukaan tarjoavat sijoituspalveluyrityksistä annetussa laissa tarkoitettuja sijoituspalveluita.

[844] Ks. Hgin KäO R 00/12747 (28.1.2002). Kyseistä tapausta ei voitu käsitellä törkeänä sisäpiirintiedon väärinkäyttönä siksi, että tekoaikana laissa ei vielä ollut olemassa törkeää tekomuotoa. Oikeus on kuitenkin päätöksessään (s. 13 ja 15) todennut kyseessä olleen merkittävän taloudellisen hyödyn tavoittelun ja teon olleen suunnitelmallisesti toteutettu sekä toisen tekijän olleen vastuullisessa asemassa. Viimeksi mainittujen seikkojen osalta päätöksessä ei kuitenkaan todettu niiden olleen erityisen suunnitelmallinen tai erityisen vastuullinen asema. Mainitut elementit ovat joka tapauksessa saaneet tuomioistuimen päättämään, että rangaistusseuraamuksena langetetaan tuntuva sakkorangaistus (50 päiväsakkoa).

2 Yritys

Koska sisäpiirintiedon väärinkäyttö on tahallisuuden lisäksi rangaistavaa myös törkeästä huolimattomuudesta tehtynä, on perustekomuotoa koskevassa pykälässä selvyyden vuoksi todettu, että yrityksen rangaistavuus ulottuu ainoastaan tahalliseen rikokseen.[845]

Yrityksen säätäminen rangaistavaksi on omiaan ulottamaan kielletyn toiminnan rajan sellaisiin tilanteisiin, jotka rikoksen täyttymättä jäämisestä huolimatta ilmentävät tekijässään samaa moitittavuutta kuin täyttynyt tekokin. Yritys oli aiemmin määritelty vain kirjallisuudessa ja oikeuskäytännössä. Kirjallisuudessa se oli määritelty negatiivisesti eli käsitelty lähinnä tahallisena tekona, joka ei jostain syystä täyttänyt koko tunnusmerkistöä, vaan jotakin olennaista jäi täyttymättä.[846]

> Uuden RL 5:1:n 2 momentin mukaan teko on edennyt rikoksen yritykseksi, kun tekijä on aloittanut rikoksen tekemisen ja saanut aikaan vaaran rikoksen täyttymisestä. Rikoksen yritys on kysymyksessä silloinkin, kun sellaista vaaraa ei aiheudu, jos vaaran syntymättä jääminen on johtunut vain satunnaisista syistä.

Yrityksen kriminalisointi on tärkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen soveltamisen kannalta. Käytännön väärinkäyttötilanteissa yritysvaihe ei moitittavuudeltaan juuri eroa täytetystä teosta. Sisäpiirintiedon hyväksikäyttämisen tapahtuessa hankkimalla tai luovuttamalla arvopapereita teko edellyttää yleensä toimeksiantoa markkinoilla toimivalle arvopaperinvälittäjälle, jolloin eteneminen täytettyyn tekoon saattaa olla riippuvainen ainoastaan siitä, kuinka nopeasti toimeksianto on täytettävissä. Tällaisissa tapauksissa rangaistavuuden alkaminen jo yritysvaiheessa on perusteltua.[847]

Täytetyn teon ja yrityksen välinen raja määräytyy kunkin tunnusmerkistön mukaan. Toiselta puolen yritys on erotettava sitä edeltävästä valmistelusta, joka sisäpiirintiedon väärinkäytön kohdalla samalla määrittää rangaistavan ja rankaisemattoman rajan. Yrityksen erottaa valmistelusta täytäntöönpanotoimeen ryhtyminen, jolla tarkoitetaan tunnusmerkistössä määritettyä toimintaa. Lisäksi täytäntöönpanotoimella on pitänyt aiheuttaa huomioon otettava vaara rikoksen toteutu-

---

[845] Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 250. Suomen oikeusjärjestys ei tunne tuottamuksellisen rikoksen yritystä.

[846] Frände: Allmän straffrätt, s. 246; HE 44/2002 vp, s. 133; OLJ 5/2000, s. 192.

[847] HE 254/1998 vp, s. 23; Ks. TaVL 30/1998, s. 4. Yrityksen kriminalisointi on johdonmukaista yleisen ankaroittamistavoitteen kanssa ja se voi lisätä lain pelotevaikutusta.

misesta.[848] Sisäpiirintiedon väärinkäytön valmistelun säätäminen rangaistavaksi olisi hyvin poikkeuksellista, sillä rikoslaissa vain harvan rikoksen valmistelutyyppiset teot on säädetty rangaistaviksi. Sisäpiiririkosten tutkiminen on erittäin vaikeaa ja sellaisen valmistelutunnusmerkistön osalta se todennäköisesti muuttuisi lähes mahdottomaksi.

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä voidaan katsoa täytäntöönpanotoimeen ryhdytyn, kun toimeksianto on annettu. Silloin on yleensä myös huomioon otettava vaara rikoksen täyttymisestä.[849] Toimeksiannon annettuaan tekijä on tosiasiassa tehnyt kaiken sen, mikä hänen vallassaan on, ja jatko riippuu siitä, tuleeko toimeksianto toteutetuksi meklarin toimesta tai esimerkiksi automaattisesti Internetin välityksellä. Kaikki toimeksiantoa edeltävä toiminta on valmistelun luonteista eikä vaikkapa pelkkä toimeksiantotavan pohtiminen vielä täytä kumpaakaan edellä mainittua yrityksen kriteeriä. Koska neuvomalla tapahtuva sisäpiirintiedon väärinkäyttö ei edellytä neuvon antamisen johtavan arvopaperikaupan toteutumiseen, jää neuvomisen yritys ennen kaikkea teoreettiseksi ajatukseksi.

Yrityksestä luopuminen ja tehokas katuminen (RL 5:2) ovat sisäpiirikaupoissa hyvin lähellä toisiaan. Näissä on kyse siitä, että tekijä on vapaaehtoisesti luopunut joko rikoksen täyttämisestä tai muuten estänyt tunnusmerkistön mukaisen seurauksen syntymisen. Yrityksestä luopuminen liittyy niin sanottuun päättymättömään yritykseen, jolloin tekijä ei vielä ole ryhtynyt kaikkiin niihin toimiin, jotka hänen mielestään tarvitaan seurauksen aikaansaamiseksi. Tehokkaasta katumisesta taas puhutaan yleensä silloin, kun tekijä on tehnyt jo kaiken tarvittavan, mitä hänen mielestään tarvitaan seurauksen aikaansaamiseksi, mutta toiminnan seuraus ei ole vielä ilmennyt.[850] Sisäpiirintiedon väärinkäytössä toimeksiannon peruuttaminen ennen sen toteutumista muistuttaa lähinnä tehokasta katumista. Kyseessä on niin sanottu päättynyt yritys, jossa tekijä on toimeksiannon annettuaan tehnyt jo kaiken tarvittavan rikoksen toteuttamiseksi. Sisäpiirikaupassa ei kuitenkaan ole mitään erillistä tunnusmerkistön mukaista seurausta, jonka syntymisen tehokas katuminen estäisi, vaan tehokas katuminen estää itse (teko)rikoksen täyttymisen.[851]

---

[848] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 327–330. Mainitut kriteerit ovat lähinnä yrityksen ja valmistelun eroa määrittäviä periaatteita.

Ks. Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 117, joka käyttää konkreettisen vaaran käsitettä.

[849] Ks. HE 44/2002 vp, s. 133. Jos tekijän tuntemat ja yleisesti tunnettavissa olevat seikat huomioon ottaen rikoksen täyttyminen tekohetkeä silmälläpitäen näyttää uskottavalta, yritys on luonut riittävän oikeudenloukkauksen vaaran. Jos seurauksen syntyminen näin arvostellen näyttää mahdottomalta, kelvollista yritystä ei ole olemassa.

Ks. myös Hansen: Informationsmisbrug, s. 353–356.

[850] Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 333–337; Frände: Allmän straffrätt, s. 260–262; Koskinen: Rikosoikeus (Rikosvastuun perusteet), s. 119.

[851] Ks. HE 44/2002 vp, s. 138–143.

Ks. Syyttämättäjättämispäätös nro 00/1035 ym., s. 4–5. Valtionsyyttäjä katsoi päätöksessään sisäpiirintiedon väärinkäytön olevan tekorikos eikä sitä voi tehokkaasti katua perumalla jo

3 Oikeushenkilö

3.1 OIKEUSHENKILÖN RANGAISTUSVASTUU

Rikoslain 51:8:n mukaan arvopaperimarkkinarikoksiin sovelletaan, mitä oikeushenkilön rangaistusvastuusta säädetään. Moitittava menettely yhteisöjen toiminnassa muodostuu usein monen eri tekijän kokonaisuudesta ja vuorovaikutuksesta tavalla, jota voi olla vaikea palauttaa ainoastaan tiettyjen toimineiden yksilöiden teoiksi tai laiminlyönneiksi.[852]

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä voi esiintyä yhtä lailla oikeushenkilön toiminnan yhteydessä kuin ilman tällaista kytkentääkin. On myös tärkeää huomata, että oikeushenkilön toiminnan yhteydessä voidaan syyllistyä puheena olevaan rikokseen ilman, että oikeushenkilön toimintaan liittyy sellaista moitittavuutta, jota oikeushenkilön rangaistusvastuun soveltaminen edellyttää.[853]

> Rikoslain 9:2:n mukaan oikeushenkilö tuomitaan yhteisösakkoon, jos sen lakisääteiseen toimielimeen tai muuhun johtoon kuuluva taikka oikeushenkilössä tosiasiallista päätösvaltaa käyttävä on ollut osallinen rikokseen tai sallinut rikoksen tekemisen taikka jos sen toiminnassa ei ole noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi.[854]
>
> Tosiasiallista päätösvaltaa käyttävä henkilö on sellainen, joka johtaa oikeushenkilön toimintaa ilman muodollista asemaa. Arvio tosiasiallisesta päätösvallasta tulee harkita tapauksittain. Esimerkkinä voidaan mainita yrityksen omistaja, joka käyttää tosiasiallista päätösvaltaa käyttämällä välikätenään yhtiön johdossa toista henkilöä. Pelkkä omistussuhde ei kuitenkaan merkitse tällaisen vallan käyttämistä.[855]

---

annettua ja *täytettyä* toimeksiantoa. Kun toimeksianto on täytetty, myös teko on täyttynyt.

Ks. muista arvopaperimarkkinarikoksista esim. KKO 2000:82, jossa korkein oikeus totesi, ettei arvopaperimarkkinarikoksen tunnusmerkistöön kuulu se, että teosta olisi aiheutunut jollekulle vahinkoa tai vahingonvaaraa. Rikos täyttyy pelkästään säännöksessä viitattujen määräysten rikkomisella.

[852] Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Yhteisösakko ja oikeushenkilön rangaistusvastuu), s. 433.

Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 11. Sisäpiirikauppaa pitäisi suuremmassa määrin käsitellä yritysrikollisuuden muotona. Samoin Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 170.

[853] HE 254/1998 vp, s. 37.

[854] Ks. HE 53/2002, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut. Pykälän sanamuoto muutettiin vastaamaan tuomitsemisen pakollisuutta (31.1.2003/61).

[855] Ks. HE 22/2001, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut; Ks. esim. KKO 2001:86 ja KKO 2001:87, tosiasiallisen päätösvallan käyttämisestä.

Lakimääräisten toimielinten[856] ohella oikeushenkilön johtoon kuuluu yleensä muita päätöksentekijöitä, joiden toimivalta on määrätty oikeushenkilön sisäisin päätöksin. Jos tällaisilla henkilöillä on paljon itsenäistä päätösvaltaa, voidaan heitä pitää lainkohdassa tarkoitetulla tavalla muuhun johtoon kuuluvina. Tarkkarajaista johdon määritelmää on kuitenkin mahdotonta laatia, koska käytännössä organisaatiot ja niiden sisäinen toimivaltajako voidaan järjestää lukemattomilla eri tavoilla.[857] Työtehtäviä voidaan yleensä delegoida organisaatiossa alemmille tasoille. Tällä saattaa olla myös rikosoikeudellisia seurauksia, vaikka rangaistusvastuuta sinällään ei voida delegoida[858]. Delegoinnista huolimatta vastuuasemassa olevalle jää valvontavastuu siitä, että tarvittavat toimenpiteet tulevat suoritetuiksi.

Rikokseen osallisuuden käsitettä käytetään laajassa merkityksessä. Oikeushenkilön johtoon kuuluvan osallisuus voi tarkoittaa vain yhden johtohenkilön, vaikkapa hallituksen puheenjohtajan lainvastaista menettelyä, mutta yhtä lailla on mahdollista, että rikos oikeushenkilön toiminnassa tehdään ylimpien päätöksentekoelinten kollektiivisen päätöksen perusteella. Oikeushenkilön rangaistusvastuu on erityisen perusteltua silloin, kun rikos liittyy oikeushenkilön ylimpien päätöksentekoelinten välittömään myötävaikutukseen ja yhteisövastuun voi perustaa pelkästään osallisuuteen rikokseen ilman, että mitään erityistä huolellisuus- tai varovaisuusvelvollisuutta olisi rikottu.[859] Esimerkkinä tällaisesta ylimpien päätöksentekoelinten kollektiivisesta päätöksestä voidaan mainita hallituksen päätös ostaa omia osakkeita yhtiökokouksen antaman valtuutuksen nojalla. Jos mainitun päätöksenteon aikaan yhtiön johdolla on ollut

---

[856] Lakimääräisillä toimielimillä tarkoitetaan yhdistyksen tai säätiön hallitusta, avoimen yhtiön osakkaita, kommandiittiyhtiön vastuunalaisia yhtiömiehiä, osakeyhtiön hallitusta, hallintoneuvostoa, toimitusjohtajaa, yhtiökokouksen osanottajia ja tilintarkastajia, kunnanhallitusta ja kunnallisia lautakuntia sekä muissa erilaisia oikeushenkilöitä koskevissa säädöksissä mainittuja vastaavia toimielimiä.

[857] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut.

Ks. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 62–64, joka käyttää jakoa "organisaation sisempi ja ulompi kehä" riippuen siitä, kuuluuko henkilö yhtiön ylimpään johtoon, joka muodostaa oikeushenkilön tahdon, vai kuuluuko hän tämän joukon ulkopuolelle.

[858] Jareborg: Straffrättens gärningslära, s. 74; Ks. Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 11. Tehtäviä ja toimivaltuuksia voidaan siirtää pätevästi alaspäin organisaatiossa, jos tehtävät vastaanottanut pystyy niistä asianmukaisesti huolehtimaan ammatillisen pätevyyteensä, koulutuksensa ja toimivaltuuksiensa puitteissa.

[859] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut. Oikeushenkilöä ei ehdotuksen mukaan pidetä rikoksen tekijänä eikä sen toiminnan tahallisuudesta tai tuottamuksellisuudesta ole mahdollista puhua samassa mielessä kuin tarkoitettaessa luonnollisen henkilön henkistä suhdetta tekoonsa.

Ks. Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 404–407 ja Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Yhteisösakko ja oikeushenkilön rangaistusvastuu), s. 434, jonka mukaan yksilö- ja yhteisövastuun suhde jakautuu kolmeen osaan. Yhteisövastuu voi perustua oikeushenkilön ja luonnollisen henkilön samaistamiseen, isännänvastuuseen tai anonyymiin syyllisyyteen.

hallussaan sisäpiirintietoa, voi oikeushenkilön rangaistusvastuun toteuttaminen olla paikallaan.[860]

Oikeushenkilön johdolla on myös velvollisuus estää rikoksen tekeminen silloin, kun johto tietää, että lakia tullaan rikkomaan tai sitä rikotaan parhaillaan.[861] Jos oikeushenkilön johtoon kuuluva ei ole ollut osallisena rikokseen tai tietoinen siitä, vastuun perusteena täytyy olla huolellisuus- tai varovaisuusvelvollisuuden rikkominen. Vastuun perustuessa huolellisuuden tai varovaisuuden laiminlyömiseen edellytyksenä on lisäksi, että oikeushenkilön velvollisuuksien rikkomisella ja rikoksen tekemisellä on keskinäinen yhteys, ainakin myötävaikuttava syy-yhteys[862]. Oikeushenkilön tehtävänä on huolehtia niistä järjestelyistä, jotka sille ovat mahdollisia sen puolesta tai hyväksi tehtävien lainvastaisuuksien ehkäisemiseksi. Oikeushenkilöltä vaadittavien toimenpiteiden tulee kuitenkin olla kohtuullisessa, järkevässä ja perustellussa suhteessa niihin olosuhteisiin, joissa oikeushenkilö kulloinkin toimii. Tällä tarkoitetaan oikeushenkilön velvollisuutta järjestää sen puolesta toimivien henkilöiden valinta, vastuu, toimivalta, ohjaus ja valvonta sekä toiminta muutenkin tavalla, jota toiminnan lainmukaisuus edellyttää ja jota siltä olosuhteet huomioon ottaen voidaan vaatia.[863]

Oikeushenkilö tuomitaan kahdessa tapauksessa rangaistukseen, vaikkei oikeushenkilön puolesta tai hyväksi tehdystä rikoksesta tuomittaisikaan ketään luonnollista henkilöä rangaistukseen (RL 9:2.2). Ensimmäisessä tapauksessa on kyse niin sanotusta anonyymistä syyllisyydestä eli siitä, ettei edes syytettä voida nostaa tai se hylätään, koska rikoksentekijää ei saada selville[864]. Toisen tapauksen muodostavat ne tilanteet, joissa rikoksentekijä kyllä on selvillä, mutta häntä ei tästä huolimatta joko voida tai haluta tuomita rangaistukseen.

---

[860] Ks. Annola: Sisäpiirin rajat, s. 33, jonka mukaan yhtiön toimielimen tietoa on vaikea olla samastamatta yhtiön tietoisuuteen.

Ks. Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 381, joka muistuttaa, että myös osakkeenomistaja voi periaatteessa syyllistyä sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, kun yhtiökokous tekee päätöksen omien osakkeiden hankkimisesta. Tämä edellyttää kuitenkin sitä, että yhtiökokouksen käytössä on päätökseen vaikuttavaa sisäpiirintietoa.

Ks. yleisesti Nissinen: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä.

[861] Ks. Nieminen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, s. 233–234. Rikoksen sallimisen yhteydessä vaadittavalta vastuuasemalta on perusteltua edellyttää tosiasiallista valvontasuhdetta. Rikoksen sallivalla henkilöllä täytyy olla asemaansa perustuva vastuu oikeushenkilön toiminnan järjestämisestä ja valvonnasta, jotta oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskeva edellytys voisi täyttyä.

[862] Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Yhteisösakko ja oikeushenkilön rangaistusvastuu), s. 435.

[863] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut; Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 405.

Ks. myös Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 97, jonka mukaan oikeushenkilön vastuussa on tältä osin kyse tilanteista, joissa rikoksen syynä voidaan pitää lähinnä oikeushenkilön kelvotonta organisoitumista.

[864] Ks. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 25, jonka mukaan syyllisyysperiaatteen vaatimuksesta eräänlaisen poikkeuksen tekee tilanne, jossa rikoksentekijää ei saada selville, mutta rikoksen voidaan kuitenkin varmuudella sanoa tapahtuneen juuri kyseisen oikeushenkilön toiminnassa.

Siitä huolimatta, että rangaistusvaatimuksen esittäminen oikeushenkilöä vastaan ei välttämättä edellytä edes syytteen nostamista oikeushenkilön puolesta tai hyväksi toiminutta rikoksentekijää vastaan, käytännössä rangaistukseen tuomittaneen sekä rikoksentekijä että oikeushenkilö.[865]

Silloinkin, kun syyllistä ei tiedetä, tulee syyttäjän rikoslainkäytössä voimassa olevien todistustaakkasääntöjen mukaan näyttää toteen ne seikat, joihin rangaistusvaatimus perustuu. Sisäpiirintiedon väärinkäytössä tällainen anonyymin syyllisyyden tilanne tekisi mahdottomaksi näyttää toteen kaikkia niitä seikkoja, joihin rangaistusvaatimus perustuu. Tunnusmerkistön mukaisuuden osalta voitaisiin mahdollisesti todeta arvopaperikauppojen tapahtuneen aikana, jolloin yhtiössä oli sisäpiirintietoa. Mutta jollei kauppojen toimeksiantajaa saataisi selville, ei olisi mahdollista selvittää, oliko myös hän tietoinen sisäpiirintiedosta kaupantekohetkellä vai toimiko hän vain saamiensa ohjeiden mukaisesti. Toimeksiantajaa tuntematta on vaikea näyttää toteen, että kaupoissa tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta käytettiin hyväksi sisäpiirintietoa tarkoituksena hankkia taloudellista hyötyä yhtiölle.[866]

> Käytännössä anonyymin syyllisyyden mahdollisuus sisäpiirikaupoissa on hyvin vähäinen, koska arvopaperinvälittäjien on aina dokumentoitava kirjallisesti kaikki toimeksiannot. Tiedoista on käytävä ilmi arvopaperilaji, määrä, hintaraja, toimeksiannon saapumisaika, toimeksiantaja ja toimeksiannon antaneen henkilön nimi.[867]

RL 9:1:n 1 momentin mukaan oikeushenkilö on tuomittava rangaistukseen vain sellaisen rikoksen johdosta, joka on tehty oikeushenkilön toiminnassa.[868] Rikoksentekijän on 3 §:n mukaan toimittava oikeushenkilön puolesta tai hyväksi tehdessään rikoksen ja hänen on kuuluttava oikeushenkilön johtoon tai oltava virka- tai työsuhteessa oikeushenkilöön taikka toiminut oikeushenkilön edustajalta saamansa toimeksiannon perusteella. Oikeushenkilön puolesta voi siten toimia se, joka on oikeutettu edustamaan oikeushenkilöä tai käyttämään jossain asiassa oikeushenkilön päätösvaltaa. Puolesta voi toimia myös sellainen muu henkilö, jolle on annettu tehtäväksi jokin rikollinen teko tai jonka on annettu ainakin ymmärtää, että teko hyväksytään. Silloin puolesta toimivan muodollisen aseman organisaatiossa ei tarvitse olla korkea.[869]

---

[865] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut.

[866] Vrt. edellä SEC:n rule 10b5-1(c)(2), jonka mukaan todistustaakka on yhtiöllä.

[867] Ks. Rata 201.7, kohta 5.1.5.

[868] Ks. HE 53/2002, 9:1:n yksityiskohtaiset perustelut. Sanat "voidaan – tuomita" muutettiin sanoiksi "on – tuomittava", minkä seurauksena yhteisösakkoon tuomitseminen muuttui lähtökohtaisesti pakolliseksi.

[869] HE 95/1993, 9:3:n yksityiskohtaiset perustelut.

Ks. Lahti: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä ja sen sääntelystä, s. 1271. Asemaa koskeva tarkastelu tulee tehdä tilannekohtaisesti, ei yleisellä tasolla.

Oikeushenkilön hyväksi toimivalla ei ole muodollista toimivaltaa tekoonsa eikä sitä ole edes hyväksytty. Kyse on tyypillisesti tekijän omaan ajatteluun perustuvasta teosta. Olennaista on, että tekoon tarjoutuu mahdollisuus ja että oikeushenkilö saa teosta hyötyä. Oikeushenkilön hyväksi rikoksen voi tehdä oma työntekijä mutta myös toimeksiantosopimuksen perusteella työtään tekevä ulkopuolinen. Oikeushenkilön rangaistusvastuu ei voi perustua sellaiseen toimintaan, jossa henkilö on rikosta tehdessään toiminut vastoin saamiaan selviä ohjeita, joiden noudattamista on olosuhteiden edellyttämällä tavalla valvottu. Sääntely korostaa siten selvästi sisäisen ohjeistuksen ja valvonnan merkitystä oikeushenkilön rangaistusvastuusta vapauttavana perusteena.[870]

> Organisaation oman toiminnan merkitys rikosten ennaltaehkäisyssä näkyy läpi koko oikeushenkilön rangaistusvastuuta käsittelevän luvun. RL 9:2:n mukaan oikeushenkilö tuomitaan yhteisösakkoon, jos sen toiminnassa ei ole noudatettu vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta rikoksen ehkäisemiseksi.
>
> RL 9:4:n 2 momentin 2) kohdan mukaan tuomioistuin saa jättää tuomitsematta yhteisösakkoon silloin, kun rangaistusta olisi pidettävä kohtuuttomana ottaen huomioon oikeushenkilön toimet uusien rikosten ehkäisemiseksi, rikoksen vaikutusten ehkäisemiseksi tai poistamiseksi taikka laiminlyönnin ja rikoksen selvittämisen edistämiseksi. Lisäksi RL 9:7:n 1 momentti antaa vähäisissä tapauksissa syyttäjälle harkintavaltaa, jos oikeushenkilö on vapaaehtoisesti ryhtynyt tarpeellisiin toimiin uusien rikosten ehkäisemiseksi.[871]

Yhteisösakko voidaan RL 9:1:n perusteella tuomita ainoastaan virallisen syyttäjän vaatimuksesta. Asianomistajalla ei siten ole samanlaista itsenäistä oikeutta vaatia rangaistusta oikeushenkilölle kuin rikoksen tehneelle luonnolliselle henkilölle. Yhteisösakon määrä on RL 9:5:n mukaan vähintään 850 ja enintään 850 000 euroa. Yhteisösakon käytännön merkitys on toistaiseksi jäänyt hyvin vähäiseksi ja sitä on käytetty vain satunnaisesti. Tähän on saattanut olla syynä yhteisösakon aiempi harkinnanvaraisuus yhdistettynä lukuisiin lakiin sisällytettyihin joustomahdollisuuksiin.[872]

---

[870] HE 95/1993, 9:3:n yksityiskohtaiset perustelut; Ks. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuun yleiset edellytykset, s. 12.

Ks. Nuutila: Rikoslain yleinen osa, s. 134–135, jonka mukaan huolellisuusvelvollisuuksia määritellään ensisijaisesti lainsäädännössä ja muissa normeissa, mutta näiden puuttuessa merkitystä saavat myös alakohtaiset tapanormistot sekä organisaation omat sisäiset normistot.

[871] Ks. HE 53/2002, yksityiskohtaiset perustelut. Kun yhteisösakkoon tuomitseminen muuttui pakolliseksi, RL 9:4 muutettiin pakollisuutta pehmentäväksi tuomitsemattajättämissäännökseksi. Siitä, että yhteisösakkoon tuomitsemisen lähtökohta muutettiin harkinnanvaraisesta pakolliseksi, ei seurannut tarvetta muuttaa syyttäjän mahdollisuuksia olla vaatimatta yhteisösakkoon tuomitsemista (RL 9:7).

[872] Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Yhteisösakko ja oikeushenkilön rangaistusvastuu), s. 446.

Ks. Lahti: Rikosvastuun kohdentamisesta yhteisössä ja sen sääntelystä, s. 1273–1274. Lahti on todennut oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevan säännöstön tehokkaan soveltamisen edellyttävän yhteisövastuun toteuttamisen nostamista valvonta-, esitutkinta- ja syyttäjäviranomaisten toiminnan painopistealueeksi.

Harkitessaan yhteisösakon tuomitsemista sisäpiirintiedon väärinkäyttöön ja kurssin vääristämiseen liittyvässä tapauksessa Helsingin käräjäoikeus kiinnitti tuomiossaan[873] huomiota vanhan RL 9:4:n mukaisesti oikeushenkilön laiminlyönnin laatuun ja laajuuteen, rikoksentekijän asemaan oikeushenkilön toiminnassa, tehdyn rikoksen vakavuuteen ja rikollisen toiminnan laajuuteen sekä yleisesti tapahtumaolosuhteisiin. Käräjäoikeus katsoi lähtökohtaisesti yhteisösakon tuomitsemisen edellytysten täyttyvän, koska yksi tekijöistä oli yhtiön toimitusjohtaja ja rangaistava teko oli tapahtunut oikeushenkilön toiminnassa (samaistumisvastuu).

Käräjäoikeus totesi kuitenkin, ettei asiassa ollut esitetty riittävää näyttöä siitä, että yhtiön taholta olisi menetelty huolimattomasti tai laiminlyöty kouluttaa henkilökuntaa ja siten laiminlyöty toimia ennalta rikosten ehkäisemiseksi, vaikka kyseessä olleen yksittäisen arvopaperikaupan valvonnassa ei ollut noudatettukaan vaadittavaa huolellisuutta ja varovaisuutta. Oikeuden mukaan yhtiön toiminnassa voi sattua virheellisyyksiä, vaikka etukäteen olisi yritetty tehdä "kaikki voitava" tuollaisten virheiden eliminoimiseksi. Merkittävää oli tuomion perustelujen mukaan myös se, että kyseisen yksittäisen teon jälkeen yhtiön sisäisiä menettelytapoja oli muutettu ja että pörssi oli sittemmin antanut asiaa koskien uudet säännöt, jotka osaltaan selkeyttivät vallinnutta tilannetta. Oikeus katsoi yhteisösakon määräämisen tarkoituksen olevan ohjata yhtiön menettelytapoja oikeaan suuntaan, eikä se tässä tapauksessa edellä mainittujen seikkojen vuoksi enää ollut tarpeen. Oikeus on ratkaisussaan painottanut oikeushenkilön toimia uusien rikosten ehkäisemiseksi (vanha RL 9:4:n 5 kohta).[874]

Käräjäoikeus on tuomiossaan ottanut huomioon myös Ratan yhtiölle pari vuotta aikaisemmin samantyyppisestä tapauksesta antaman huomautuksen, mutta katsoi yhtiön tällöin menetelleen huomautuksessa edellytetyllä tavalla. Oikeus ei kuitenkaan näytä arvioineen kyseisen huomautuksen tosiasiallista merkitystä, vaan lähinnä katsoneen yhtiön muodollisesti käsitelleen huomautuksen vaaditulla tavalla. Yhtiön olisi tullut tehdä heti viranomaisen antaman huomautuksen jälkeen tarvittavat johtopäätökset ja muuttaa sisäisiä ohjeitaan ja menettelytapojaan ehkäistäkseen uusien vastaavan kaltaisten tilanteiden syntymisen. Koska yhtiön toiminnan piirissä syyllistyttiin toistamiseen samanlaiseen menettelyyn, voi yhtiön siltä osin katsoa ottaneen kielletyn riskin, kun sen toimintatapoja ei jo huomautuksen antamisen ai-

---

[873] Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 36–39.

[874] Ks. myös Hgin KäO R 01/7537 (28.6.2002), liittyen kurssin vääristämistapaukseen (RL 51:3). Kyseessä oli ensimmäinen kerta, kun arvopaperimarkkinarikoksesta vaadittiin oikeushenkilön tuomitsemista yhteisösakkoon. Vaikka käräjäoikeus katsoi oikeushenkilön rangaistusvastuun edellytyksien olevan sinänsä olemassa, hylättiin vaatimus kokonaisarvioinnin perusteella.

Vrt. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 74–75, joka toteaa RL 51 luvun olevan arvopaperimarkkinoilla toimivien oikeushenkilöiden ja niiden puolesta toimivien luonnollisten henkilöiden osalta äärimmäisen ankaraa sääntelyä.

Ks. myös Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 11, jonka mukaan yksittäiset sijoittajat ovat ehkä soveltuvampia kuin yritykset rikosoikeudelliseen käsittelyyn, kun taas yritystoimijoita vastaan voidaan käyttää kokonaista sarjaa erilaisia hallinnollisia sanktioita. Mahdollisuudet toiminnan ehkäisemiseen ovat laajemmat, kun vastuu toiminnan siistimisestä annetaan yrityksille itselleen.

kaan muutettu tarvittavalla tavalla. Yhteisösakolla olisi käsillä olleessa tapauksessa ollut mahdollista ohjata yhtiötä ottamaan vakavasti viranomaisen antamat huomautukset.[875]

3.2 OMIEN OSAKKEIDEN HANKINTA

Omien osakkeiden hankintaa on jossain määrin pidetty sisäpiirintiedon väärinkäytön erityismuotona. Omien osakkeiden hankintojen osalta on ollut myös epätietoisuutta, voivatko yhtiö tai sen puolesta toimineet henkilöt joutua rangaistusvastuuseen sisäpiirintiedon väärinkäytöstä.[876]

Yrityksen ostaessa omia osakkeitaan se jakaa varallisuutta osakkeenomistajilleen. Ostoilla on myös havaittu olevan vaikutusta osakkeen hintaan ja kurssikehitykseen. Pääasiallisena syynä tähän lienee takaisinoston sisältämä signaali yrityksen johdolta markkinoille. Signaali on positiivinen, koska johdolla uskotaan olevan parempi näkemys osakkeen todellisesta arvosta. Johto siis ostaa osakkeita, koska pitää markkinahintaa todellista arvoa pienempänä. Jos yrityksen johto valtuutetaan toteuttamaan omien osakkeiden osto, voidaan katsoa, että tällöin syntyy optio, joka perustuu johdon "tietämän todellisen hinnan" ja markkinahinnan väliselle vaihtelulle.[877] Luonnollisestikaan tämä johdon "tietämä todellinen hinta", jonka perusteella omia osakkeita hankitaan, ei saa liittyä sisäpiirintietoon.[878]

Yritykset itse ovat perustelleet omien osakkeiden hankkimista lähinnä varautumisella yrityskauppoihin ja pääomarakenteensa parantamisella. Yhtiön toiminnan kannalta yrityskauppojen toteuttaminen voi tapahtua joustavimmin silloin, kun yhtiölle hankittuja osakkeita voidaan käyttää vastikkeena. Vastaavasti sulautumisessa voidaan vastikkeen maksaminen hoitaa yhtiön omilla osakkeilla ilman osakepääoman korotusta.[879]

Jotta osakkeenomistajien yhdenvertainen kohtelu ja markkinoiden luotettava toiminta voitaisiin turvata silloin, kun julkinen osakeyhtiö hankkii tai myy omia osakkeitaan julkisen kaupankäynnin kautta, on yhtiöille asetettu AML 2:10

---

[875] Ks. Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 12. Jos virheellinen menettely on toistuvaa, jatkuu huomautuksesta huolimatta, törkeän huolimattomuuden vaatimus täyttyy helpommin.

[876] Ks. Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta, s. 736–737, jossa hän pohtii sitä, onko liikkeeseenlaskija itse sisäpiiriläinen omien osakkeidensa suhteen. Hänen mukaansa liikkeeseenlaskijaa ei kuitenkaan ole poissuljettu määritelmästä ja kehottaakin varovaisuuden noudattamiseen omien osakkeiden hankinnassa.

[877] Ks. Vermaelen: Common Stock Repurchases and Market Signaling sekä Ikenberry-Vermaelen: The Option to Repurchase Stock, yleisesti takaisin ostoihin liittyvistä (empiirisistä) tutkimuksista.

[878] Ks. Helsingin Pörssin ohje listayhtiön omista osakkeista kohta 5, jossa viitataan RL 51:1:ään sekä kehotetaan yhtiöitä toimimaan kaupankäynnissä omilla osakkeilla siten, ettei kaupankäynti heikennä arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta.

[879] HE 89/1996 vp, s. 99; Ks. Airaksinen–Jauhiainen: Osakeyhtiölaki, s. 441–443; Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 147–149.

a:ssä velvollisuus ilmoittaa asianomaiselle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle omilla osakkeillaan tekemänsä kaupat. Julkisen kaupankäynnin järjestäjällä on puolestaan velvollisuus välittää nämä tiedot eteenpäin markkinoille.[880] Lisäksi julkisen kaupankäynnin järjestäjän säännöissä on oltava tarvittavat määräykset, joilla tämä osakkeenomistajien yhdenvertainen asema turvataan.

Osakeyhtiölain (OYL) mukaan yhtiöllä on oikeus käydä rajoitetusti kauppaa omilla osakkeillaan.[881] Arvopaperimarkkinoiden luotettavan toiminnan kannalta on välttämätöntä, että sijoittajien tiedossa on yhtiön aikomus hankkia omia osakkeitaan. Tämän yhtiö on velvollinen julkistamaan AML 2:7:n nojalla. Jos yhtiökokoukselle ehdotetaan päätöksen tekemistä omien osakkeiden hankkimisesta, on yhtiön julkistettava myös yhtiökokouksen tekemä hankintapäätös sekä hallituksen valtuuttaminen hankintapäätöksen toteuttamiseen. Mahdollinen ostopäätös, jonka hallitus tekee valtuutuksen nojalla, on myös julkistettava.

> OYL 7:5:ssä säädetään osakkeenomistajien yhdenvertaisuuden turvaamiseksi, että julkisessa kaupankäynnissä kauppa yhtiökokouksen tai hallituksen tekemän ostopäätöksen nojalla voidaan toteuttaa vasta, kun viikko on kulunut ostoaikomuksen julkistamisesta AML 2:7:n mukaisesti.

Yhtiön osakkeen kiinnostavuus sijoituskohteena joutuu herkästi tarkemman arvioinnin kohteeksi, jos käy ilmi, että suuri osa osakkeen vaihdosta perustuu yhtiön itsensä tekemiin kauppoihin. Lisäksi osakkeen luotettava hinnanmuodostus edellyttää, että myös jälkikäteen on tiedossa, kuinka paljon ja mihin hintaan osakeyhtiö on käynyt kauppaa omilla osakkeillaan. Yhtiöllähän on mahdollisuus perustaa kaupankäyntinsä sellaisiin tietoihin, joita muilla markkinaosapuolilla ei ole.[882] Oikeushenkilön rangaistusvastuuta koskevien säännösten soveltaminen on mahdollista niissä omien osakkeiden kaupankäyntitilanteissa, joissa yhtiö on perustanut kaupankäyntinsä muita parempiin tietoihin[883]. Kysehän on nimenomaan sellaisesta tilanteesta, jossa yhtiön koko johto on saattanut olla osallinen teon tekemiseen ja jossa hyöty on lisäksi tullut yhtiölle. On muistettava, että sisäpiirisäännöksen suojan kohteena on luottamus arvopaperimarkkinoihin yleensä eikä liikkeeseenlaskijan tai informaation suojelu. Informaation suojelun hyväksyminen sääntelyn lähtökohdaksi saattaisi aiheuttaa sen, että informaation varallisuusoikeudellinen olemus periaatteessa oikeuttaisi yhtiön hyödyntämään omaa sisäpiirintietoaan.[884]

---

[880] Rata 202.12, s. 1.

[881] Ks. Airaksinen–Jauhiainen: Osakeyhtiölaki, s. 446, joiden mukaan käytännössä julkista osakeyhtiötä koskevalla 5 %:n hankintarajoituksella ei ole olennaista merkitystä. Yhtiö voi heti mitätöidä hankkimansa osakkeet, jolloin se voi hankkia uudet 5 % osakkeistaan.

[882] HE 89/1996 vp, s. 184–185.

[883] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1498.

[884] Ks. II 2.2 (sääntelyn teoria).

AML 2:10a:n mukaan osakeyhtiön on ilmoitettava asianomaisen julkisen kaupankäynnin järjestäjälle ne kaupat, jotka se on tehnyt omilla osakkeillaan. Säännös koskee kauppoja vain sellaisella osakkeella, joka on julkisen kaupankäynnin kohteena. Kyseinen ilmoitus on tehtävä viipymättä kaupanteon jälkeen ja viimeistään ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua.[885] Käytännössä tämä merkitsee sitä, että julkisessa kaupankäynnissä tehtyjen kauppojen osalta yhtiön on syytä valtuuttaa välittäjä tekemään ilmoitus puolestaan. Ehdoton takaraja ilmoituksen tekemiselle on säännöksen mukaan ennen seuraavan kaupankäyntipäivän alkua, jotta heti kaupankäynnin alkaessa sijoittajien tiedossa olisi, missä määrin edellisen kaupankäyntipäivän vaihto on koostunut yhtiön omista ostoista tai myynneistä ja missä määrin kauppaa on käyty pörssin ulkopuolella. Jotta omia osakkeita koskevien kauppojen julkistamisella olisi todellista merkitystä arvopaperin hinnan kehityksen kannalta, on tiedot yhtiön omilla osakkeillaan tekemistä kaupoista erotuttava muusta informaatiosta.

Vaikka osakeyhtiöllä on oikeus omien osakkeiden hankkimiseen, se ei saa merkitä sitä, että yhtiön katsottaisiin olevan vain yksi kaupankävijä muiden joukossa. Osakkeenomistajien tasaveroisen aseman turvaaminen edellyttää, että yhtiön omien osakkeiden kauppa perustuu kaikilta osin huutokaupanomaiseen menettelyyn. Tässä menettelyssä yhtiö ei voi valita vastapuoltaan muuten kuin julkistettujen myyntitarjousten hintojen perusteella. Tämä merkitsee käytännössä sitä, ettei yhtiö pääsääntöisesti saa tehdä kauppoja esimerkiksi sopimuskauppana pörssissä. Menettelyn on lisäksi oltava sellainen, että jälkikäteen on mahdollista selvittää, kenen kanssa ja mihin hintaan yhtiö on käynyt kauppaa.[886]

Yhtiön hankkiessa omia osakkeitaan voidaan ostojen käytännön toteuttaminen antaa tehtäväksi jollekin henkilökuntaan kuuluvalle työntekijälle tai myös täysin ulkopuoliselle henkilölle taikka yhteisölle. Jos yhtiön johdon haltuun tulee sisäpiirintietoa samanaikaisesti näiden hankintojen toteuttamisen kanssa, se ei kuitenkaan automaattisesti tarkoita, että johtoon kuuluvat henkilöt tai oikeushenkilö joutuisivat heti rangaistusvastuuseen. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö edellyttää myös, että tiedon hyödyntäminen näytetään toteen. Vastuu riippuu muun muassa siitä, miten itsenäinen asema tai suuret valtuudet toimeksiannon toteuttajalle on myönnetty ja mitä toimeksiannon toteuttaja itse on tosiasiallisesti tiennyt. Selvää on, ettei yhtiö tai sen johto vapaudu vastuusta, jos

---

[885] Ks. Rata 202.12, s. 1, jonka mukaan pörssin on tietojen julkistamisen jälkeen säilytettävä ilmoituksia siten, että jokaisella on oikeus tutustua niihin.

[886] HE 89/1996 vp, s. 185.

Ks. myös Helsingin Pörssin ohje listayhtiön omista osakkeista kohta 3.1.2.3, jonka mukaan omien osakkeiden hankinnat toteutetaan jatkuvassa kaupankäynnissä täsmäytysmenettelyssä sekä kohta 6.1, jonka mukaan sopimuskaupan tekeminen on poikkeuksellisesti mahdollista, jos sopimuskauppa liittyy omien osakkeiden hankintakokonaisuuteen, joka kokonaisuutena arvioiden täyttää ohjeen periaatteet.

he ovat käyttäneet toimeksiannon toteuttajaa vain tekovälineenä sisäpiirikaupoissa. Rikosoikeudellisessa vastuussa ovat ne henkilöt, joilla on ollut todellinen vaikutusmahdollisuus päätöksiin.[887]

Toisaalta, jos toimeksiannon toteuttaja on saanut parempaa tietoa ja toimii oma-aloitteisesti yhtiön hyväksi, riippuu yhtiön vastuu lähinnä siitä, mitä yhtiön johtoon kuuluvat henkilöt tiesivät ja mitä heidän olisi selonottovelvollisuutensa puittessa pitänyt tietää. Vastuuasemassa olevien henkilöiden erilainen tosiasiallinen vaikutusmahdollisuus voi kuitenkin luoda tilanteita, joissa kaikki eivät saa tietoonsa tarvittavia asioita. Jos asioita salataan joltain vastuuasemassa olevalta, ei hänen vastuuasemansa sinänsä merkitse tietoisuutta toisten tekemistä virheistä.[888] Samoin on merkitystä myös yhtiön antamalla ohjeistuksella vastaavien tilanteiden varalta ja sillä, valvottiinko ohjeiden noudattamista. Johdon epäillessä toimeksiannon toteuttajalla olevan sisäpiirintietoa on sen estettävä tiedon hyväksikäyttäminen. Muussa tapauksessa johdon voidaan katsoa laiminlyöneen vaadittavan huolellisuuden ja varovaisuuden noudattamisen rikoksen ehkäisemiseksi tai jopa sallineen rikoksen teon, jos johto ei pelkästään epäillyt, vaan oli tietoinen asiasta[889]. Laiminlyönnin täytyy vähintäänkin olennaisesti lisätä mahdollisuutta siihen, että oikeushenkilön toiminnassa tehdään rikos.[890]

Yhdysvalloissa SEC:n rule 10b5-1(c)(2) kohdan mukaan oikeushenkilö ei joudu vastuuseen sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, jos se osoittaa, että luonnollinen henkilö, joka teki sijoituspäätöksen sen puolesta, ei ollut tietoinen sisäpiirintiedosta. Tällaisessa tilanteessa ei siten voi olla kysymys mistään execution-only toiminnasta, jossa yhtiön puolesta toimiva henkilö vain toteuttaa saamansa toimeksiannon yhtiön päätöksen mukaisesti, vaan sijoituspäätöksen tekijälle on täytynyt delegoida päätösvalta asian suhteen. Todistustaakka on käännetty tässä vaiheessa vastaajalle, joten yhtiön on näytettävä, että sisäpiirintietoa ei ollut delegaatilla, joka itsenäisesti päätti kaupan ajoituksesta, vaikka tietoa sillä hetkellä olikin yhtiön johdolla. Tämän perus-

---

[887] Ks. Nuutila: Arvopaperimarkkinarikokset, s. 10–11; Nuotio: Lainsäätäjä rikosoikeuden yleisten oppien parissa, s. 257.

[888] Lehtonen: Veropetoksesta, s. 395–396; Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 278–279.

Ks. myös Nuotio: Taloudellisen rikollisuuden arviointi jne., s. 958–960, jonka mielestä ratkaisu KKO 1995:64 edustaa sellaista tilannetta, jossa tahallisuus konstruoidaan vastuuaseman ja siihen kuuluvan selonottovelvollisuuden kautta.

[889] Ks. HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut. Sallimisen käsitteeseen kuuluu vaatimus siitä, että rikos olisi ollut estettävissä. Jos rikosta ei ole voitu estää, pelkkä johdon tietoisuus rikoksesta ei voi perustaa oikeushenkilölle rangaistusvastuuta.

Ks. Nieminen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu arvopaperimarkkinarikoksesta, s. 229. Rikoksen sallimisessa on kyse konkreettisemmasta huolimattomuudesta suhteessa tekoon verrattuna oikeushenkilön toiminnassa vaaditun huolellisuuden tai varovaisuuden laiminlyöntiin.

[890] Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuun yleiset edellytykset, s. 22; Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 93.

teella yhtiön johto voi antaa delegaatin jatkaa osakkeiden hankintoja, vaikka johdolla olisikin sisäpiirintietoa, niin kauan kuin se on varma siitä, ettei delegaatti ole tietoinen sisäpiirintiedosta. Toinen vaihtoehto on 10b5-1(c)(1) kohdan mukaisen osto-ohjelman laatiminen.[891]

Yhtiön puolesta toimiva henkilö voi periaatteessa välttää sisäpiirintiedon väärinkäytön siirtämällä harkintavallan käytön sellaiselle henkilölle, jolla ei ole sisäpiirintietoa[892]. Jos tällaisessa tilanteessa henkilöllä itsellään olisi täysin selkeästi este toteuttaa arvopaperikauppoja yhtiön puolesta ja hän tämän esteen kiertääkseen siirtäisi harkintavallan käytön toiselle henkilölle siinä toivossa, että tämä toinen henkilö toteuttaisi kaupat, joita hän itse ei enää voi tehdä, olisi toiminta kuitenkin tietynlaista tasapainottelua sallitun ja kielletyn riskinoton välimaastossa. Kielletyllä riskinotolla tarkoitetaan vaadittavan huolellisuusvelvoitteen rikkomista. Kyse on siten niiden objektiivisten huolellisuusvaatimusten rikkomisesta, joita on asetettu tunnusmerkistön suojaaman oikeushyvän turvaamiseksi.

Valtionsyyttäjä katsoi antamassaan syyttämättäjättämispäätöksessä[893], että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevan tunnusmerkistön soveltamisalaan kuuluu myös sisäpiirintietoa hyväksi käyttäen tapahtuva yhtiön omien osakkeiden hankkiminen. Velvollisuus osakkeiden hankinnasta pidättäytymiseen sisäpiirintietoa omattaessa ei kuitenkaan syyttäjän mukaan ole omien osakkeiden hankkimisessa yhtä yksiselitteistä kuin luonnollisen henkilön kohdalla.

Yhtiön hankkiessa omia osakkeitaan voivat muut syyt kuin osakkeen kurssimuutoksista hyötyminen olla hankinnassa ratkaisevia. Yhtiön on muista markkinoilla toimivista poiketen julkistettava ostoaikomuksensa etukäteen ja osakkeiden hankintatapa myös pääsääntöisesti eroaa kertaluonteisista ostoista. Lisäksi ostot voidaan joutua ajoittamaan pitemmälle aikavälille niiden kurssivaikutuksen rajoittamiseksi, jos osakkeita hankitaan vaihtoon verrattuna suuria määriä. Koska tällaisista hankinnoista tulee yleensä laatia hankintasuunnitelma, joka annetaan ulkopuolisen välittäjän toteutettavaksi, ei yhtiön edustajilla välttämättä ole tarkempaa tietoa, millä aikavälillä, minkä suuruisina erinä ja mihin kurssiin kaupat tulevat toteutumaan, ellei niistä nimenomaisesti ole hankintasuunnitelmassa mainittu.

Kyseisessä omien osakkeiden hankintaa koskeneessa tapauksessa syyttäjä katsoi näytön puuttuneen tunnusmerkistön edellyttämästä hyötymistarkoituksesta. Koska hankintasuunnitelmaa aloitettaessa yhtiön edustajilla oli ollut sisäpiirintietoa, oli syyttäjän mukaan tapauksessa arvioitava sitä, oliko hyötymistarkoituksen puuttuminen uskottava vaihtoehto. Yhtiön mukaan sen ensisijaisena tarkoituksena omien osakkeiden hankinnassa oli ollut pääomarakenteen kehittäminen ja osakkeiden käyttäminen myöhemmissä yritysjärjestelyissä. Syyttäjä katsoi, ettei tällainen osakkeiden myöhempi luovutusta-

---

[891] Ks. luku IV 1.3.2, turvasatamat.
[892] Mäntysaari: Osakeyhtiö toimijana, s. 379.
[893] Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 6–9.

pa sinänsä sulje pois hyötymistarkoitusta, vaikka saattaakin tukea sitä näkemystä, ettei ostokurssi ollut hankinnassa olennainen tekijä. Hyötymistarkoituksen olemassaolon puolesta voitaisiin viitata myös siihen, että yhtiö olisi pyrkinyt hankkimaan omia osakkeitaan halvemmalla ennen sisäpiirintiedon julkistamista, koska omien osakkeiden käyttö maksuvälineenä yrityskaupoissa tulisi näin entistä edullisemmaksi vaihtoehdoksi.

Valtionsyyttäjän päätöksessä, hyötymistarkoituksen puuttumista perusteltaessa, annettiin merkitystä lisäksi etukäteen tehdylle välittäjälle toimitetulle hankintasuunnitelmalle, joka oli riittävän yksityiskohtainen, mutta jossa välittäjälle annettiin samalla riittävä itsenäisyys toimeksiannon toteutuksessa. Hankintasuunnitelmaa oli myös noudatettu. Hankintasuunnitelman etukäteisyys voidaan kuitenkin saattaa kyseenalaiseksi, koska yhtiön hallitus teki päätöksen omien osakkeiden hankkimisesta yhtiökokouksen valtuutuksen nojalla siinä samassa kokouksessa, jossa se myös käsitteli sisäpiirintietoa[894].

Valtionsyyttäjä on päätöksessään todennut ratkaistavana olleen useita oikeuskysymyksen luonteisia seikkoja, joissa tulee syyteharkinnassa päätyä ratkaisuun, jonka tueksi katsotaan suoritetussa punninnassa jääneen painavimmat perusteet. Ratkaisevaa on se, mikä vaihtoehto on parhaiten argumentoitu. Syyttäjän mukaan syytekynnyksen ylittyminen edellyttää näyttöharkinnassa vakuuttuneisuutta tunnusmerkistötekijän täyttymisestä. Kyseisessä tapauksessa oli syyttäjän mielestä varteenotettava vaihtoehto, jota ei saadun näytön nojalla voitu poissulkea, että omien osakkeiden hankinta oli tapahtunut muussa tarkoituksessa kuin hyödyn hankkimiseksi sisäpiirintietoa hyväksi käyttämällä.

Keskeistä syyttäjän mukaan oli se, oliko hyötymistarkoituksen puuttuminen uskottava vaihtoehto. Ratkaisevaa syyteharkinnan kannalta on, mikä vaihtoehto on parhaiten argumentoitu.[895] Rikosoikeudessa in dubio mitius – periaatteen soveltaminen on perusteltua silloin, kun erilaisten ratkaisujen puolesta puhuvat argumentit ovat samanarvoisia[896]. Vaikka perus- ja ihmisoikeusmyönteinen laintulkinta puoltaisikin syyttäjän ratkaisua, olisi välitön ja suullinen tuomioistuinkäsittely monesti parempi paikka näytön uskottavuuden määrittämiseen kuin syyttäjän asiakirjoihin pohjautuva harkinta.[897]

Niissä maissa, joissa sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö ei edellytä hyötymistarkoituksen tai tiedon hyväksikäytön toteennäyttämistä, vaan tunnusmerkistön mukaisuuden täyttyminen perustuu lähtökohtaisesti objektiivisiin kriteereihin, olisi mahdollinen syyttämättäjättämispäätös täytynyt perustaa sellaiseen turvasatamasäännökseen, joka sallii omien osakkeiden hankkimisen sisäpiirintiedosta huolimatta.

---

[894] Ks. Helsingin Pörssin ohje listayhtiön omista osakkeista kohta 5.1. Yhtiön on annettava omien osakkeiden hankintaa koskeva sitova toimeksianto ajankohtana, jolloin yhtiöllä ei ole sisäpiirintietoa.

[895] Ks. Jonkka: Syytekynnys, s. 248; Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 125–127. Selvittämisintressin ja epäillyn oikeusturvaintressin punninnasta sekä syytekynnyksestä.

[896] Lahti: Perusoikeusuudistus ja rikosoikeus, s. 935.

[897] Ks. Huhtamäki: Pankkeihin kohdistuneet rikokset 1980- ja 1990-luvulla, s. 202, jonka mukaan syyttäjät näkevät joskus vaivaa syyttämättäjättämispäätöksen teossa. Vaikka päätökset onkin hyvä perustella, olisi tuomioistuimelle jätettävä valta ratkaista, onko syytetty tuomittava rangaistukseen vai ei.

3.3 SISÄINEN VALVONTA

Sisäpiirintiedon väärinkäytön ehkäiseminen ei ole yksinomaan viranomaisten asia, vaan se edellyttää kaikkien markkinoilla toimivien myötävaikutusta.[898] Sisäpiiririkokset heikentävät luottamusta arvopaperimarkkinoiden puolueettomaan toimintaan, mikä taas on omiaan karkottamaan sijoittajia pois tällaisilta markkinoilta. Sen vuoksi arvopaperimarkkinoilla toimivien yritysten intressissä on pyrkiä estämään mahdollisten väärinkäytösten tapahtuminen, ainakin niiden omassa piirissä. Markkinoiden itsesääntelyn ohella yritysten sisäisen valvonnan tarkoitus on vahvistaa viranomaissääntelyn tehokkuutta. Sisäpiirintiedon väärinkäytösten ehkäisyssä ja niiden havaitsemisessa yhdeksi kaikkein tehokkaimmaksi keinoksi ovatkin osoittautuneet yritysten sisäiset valvontajärjestelmät[899].

On olemassa useita kriittisiä erikoispiirteitä, jotka antavat vihjeitä siitä, miten organisoitua sisäpiirintiedon väärinkäyttöä voi kehittyä täysin laillisten liiketoimien piirissä. Ensiksikin investointipankit ja arvopaperinvälittäjät ovat usein itsestään muotoutuvia organisaatioita, joissa ihmisillä on suuri autonomia järjestellä yksiköitä ja yksiköiden välisiä suhteita. Toiseksi arvopaperimarkkinoilla toimivilla organisaatioilla on yleensä hajaantunut valtarakenne, jossa päätöksenteko itsessään on epäselvää, irtonaista, joustavaa ja jatkuvasti muuttuvaa. Kyse ei ole niinkään määräysvaltahierarkiasta kuin ennemminkin suhteiden verkosta. Kolmanneksi investointipankkiirit säännönmukaisesti palkitaan sen perustella, miten he hoitavat ulkoista taloudellista ympäristöä ja voiton keruuta. Ulkoisten suhteiden hoitamisen tärkeyttä kuvaa se, että eteneminen organisaatiossa riippuu ammattitaidosta ja siitä, kuinka paljon tuo lisää liiketoimintaa, eikä siitä, miten hyvin hoitaa sisäisen hallinnon. Yhteisön rankaisemista yksittäisten työntekijöiden sijaan on katsottu puoltavan juuri se, että yritysten taloudellisen menestymisen tarve heikentää työntekijöiden sitoutumista lain noudattamiseen.[900]

---

[898] Ks. Gilligan: Policing the Markets, s. 365.

[899] Rider: Insider Trading – A Crime of our Times?, s. 336.

Ks. HE 184/2001 vp, s. 14. Joillakin listatuilla yhtiöillä on ollut ongelmia tiedonantovelvollisuuksien noudattamisessa, koska hallinnon seuranta- ja raportointijärjestelmät ovat pettäneet. AML 3:4:n 1 momentin 5) kohtaan lisättiin vuoden 2002 alusta vaatimus, jonka mukaan pörssillä on oltava säännöissään määräys muun muassa liikkeeseenlaskijoiden hallinnon järjestelmien riittävyydestä.

Ks. laki rahoitus- ja vakuutusryhmittymien valvonnasta 13 §, jossa sisäisen valvonnan osalta todetaan, että rahoitus- ja vakuutusryhmittymään kuuluvalla yrityksellä on oltava toimintaansa nähden riittävä sisäinen valvonta ja riittävät riskienhallintajärjestelmät.

Ks. myös KKK-TT: Suositus pörssiyhtiöiden hallinnoinnista, jonka mukaan kaikissa julkisissa yhtiöissä olisi määriteltävä sisäisen valvontajärjestelmän keskeiset periaatteet ja tapa, jolla varmistutaan valvontajärjestelmän toimivuudesta.

[900] Reichman: Insider Trading, s. 76 ja 89–91; McCusker: Codes of Ethics as Corporate Camouflage etc., s. 142.

Tavoitteiden asettelussa ja niiden toteutumisesta palkitsemisessa olisikin otettava huomioon sisäinen valvonta ja se, että tavoitteiden saavuttaminen ei houkuttelisi seuraamaan ei-toivottuja menettelytapoja[901].

Sisäistä valvontaa ei ole määritelty laissa, mutta Ratan määräyksen[902] mukaan kyse on prosessista, jonka avulla pyritään varmistamaan

a) asetettujen päämäärien ja tavoitteiden saavuttaminen,
b) voimavarojen taloudellinen ja tehokas käyttö,
c) toimintaan liittyvien riskien riittävä hallinta,
d) taloudellisen ja muun johtamisinformaation luotettavuus ja oikeellisuus, sekä
e) lakien ja määräysten sekä strategioiden, suunnitelmien, sisäisten sääntöjen ja menettelytapojen noudattaminen.

Määritelmän mukaan sisäiseen valvontaan kuuluu kaikki hallituksen, toimivan johdon ja muun henkilökunnan toimeenpanema taloudellinen ja muu valvonta. Hallituksen rooli sisäisen valvonnan periaatteiden ja menetelmien määrittelyssä sekä valvonnan toimeenpanossa on keskeinen. Tärkeää on pystyä tunnistamaan yrityksen eri toimintojen sisältämät riskit ja määrittämään toimintaperiaatteet niiden rajoittamiseksi. Liiketoiminnan laajuus ja luonne määrittävät paljolti sitä, minkälaisia ovat riskienhallinnassa käytetyt menettelytavat. Sisäisen valvonnan tehokkuutta tulee kuitenkin jatkuvasti tarkkailla.[903]

Oikeushenkilöillä voidaan katsoa olevan suhteellisen pitkälle ulottuvat velvollisuudet ehkäistä omassa toiminnassaan sellaisia rikoksia, joita koskevat säännökset kohdistuvat oikeushenkilön pääasiallisiin toimintamuotoihin.[904] Arvopaperimarkkinoilla toimivilla yhteisöillä onkin usein omat sisäiset toimintaohjeensa, jotka sisältävät määräyksiä sisäpiirintiedon hallinnoinnista ja yhteisön omasta sekä sen henkilökunnan arvopaperikaupankäynnistä.[905] Näissä yh-

---

[901] Rata 203.28, s. 3.

[902] Rata 203.27, s. 1–2. Ratan määräys määrittelee sijoituspalveluyritysten riittävälle riskienhallinnalle ja muulle sisäiselle valvonnalle asetetut vähimmäisvaatimukset.

Ks. HE 175/2002 vp, s. 13. Rahoitustarkastus on korostanut valvontatyössään omistajien ja johdon vastuuta valvottavien sisäisestä valvonnasta ja riskienhallinnasta. Nämä ovat myös Rahoitustarkastuksen valvonnan keskeisiä painopistealueita.

[903] Rata 203.27, s. 2 ja Rata 203.28, s. 3–5 ja 8.

Ks. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 105. Pelkkä toimintaohjelman (compliance program) olemassaolo ei riitä, vaan organisaation on jatkuvasti myös tarkasteltava omia vakiintuneita toimintatapojaan.

[904] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut.

[905] Ks. CESR: Measures to Promote Market Integrity. Paperissa suositellaan erilaisia kaupankäyntikieltoja ja ilmoitusvelvollisuutta liikkeeseenlaskijoille, arvopaperinvälittäjille, viranomaisille sekä myös medialle.

Ks. UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 5.1. "Companies should have a consistent procedure for determining what information is sufficiently significant for it to be price sensitive."

Ks. myös Saksan arvopaperikauppalain (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG, 9.9.1998) 33(1) §:n 3 kohta, jonka perusteella sijoituspalveluyritykset on velvoitettu ylläpitämään riittäviä sisäi-

teisöissä on myös monesti erikseen määrätty joku henkilö vastaamaan sisäpiiriasioista. Henkilön tehtäviin voi kuulua muun muassa sisäisen ohjeistuksen ja koulutuksen hoitaminen sekä yksittäistapauksissa luvan antaminen henkilökunnan arvopaperikauppoihin[906].

Sisäpiirintiedon väärinkäyttötapausten ehkäisemiseksi voidaan tällaista tiukemman valvonnan järjestämistä edellyttää ainakin sellaisilta oikeushenkilöiltä, joissa toistuvasti ollaan tekemisissä luottamuksellisten tietojen kanssa ja joilla on tosiasiallinen ja taloudellinen mahdollisuus ryhtyä ennalta ehkäiseviin toimenpiteisiin kuten investointipankkitoiminnassa tai liikkeeseenlaskijoiden toiminnassa.[907] Sisäisen valvonnan tulisi edistää sellaisen yrityskulttuurin muodostumista, joka hyväksyy sisäisen valvonnan normaalina ja tarpeellisena osana yritystoimintaa. Oikeushenkilön toimintakulttuuria voidaan pitää huonona silloin, kun sen toiminnassa ei noudateta huolellisuutta rikosten ehkäisemiseksi.[908]

Organisaation omaa tehtävien ja toimivaltuuksien jakoa kuvaavaa normistoa voidaan jossain määrin pitää sallittua ja kiellettyä riskinottoa määrittävänä tapanormistona, jolla voi olla merkitystä mahdollisessa seuraamusharkinnassa sekä muutenkin vastuukysymyksiä ratkottaessa. Toimintaohjeilla on merkitystä kielletyn riskin suhteen silloin, kun arvioidaan organisaation toiminnassa tehtyä rikosta ja organisaation toiminnassa noudatettavalle huolellisuudelle asetettuja vaatimuksia. Toimintaohjeen tarkoituksena on organisaation toiminnan sopeuttaminen oikeusjärjestelmän asettamiin vaatimuksiin[909]. Yhdysvalloissa pelkästään toimintaohjeiden puuttuminen voi toimia näyttönä siitä, että oikeus-

---

siä kontrollijärjestelmiä ehkäisemään kaikenlaisia arvopaperikauppalain rikkomisia. BaFin on antanut 33 §:ään liittyen ohjeen (BAWe 1999) ja sitä täydentävän tiedotteen (BAWe 2000), joissa se selvittää yksityiskohtaisesti sijoituspalveluyritysten organisationaalisia velvoitteita ehkäistä väärinkäytöksiä.

[906] Ks. Pörssin sisäpiiriohje kohta 8.3, sisäpiirihallinnon tehtävät.
Ks. kaupankäyntiluvan pyytämisestä BAWe 2000 kohta B.II.3 sekä UKLA: The Listing Rules, kohta 16.18 (the Model Code, kohta 6).

[907] Ks. Pöyhönen: Uusi varallisuusoikeus, s. 182; Friedrichs: Trusted Criminals etc., s. 270.
Ks. myös Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuun yleiset edellytykset, s. 29, jonka mukaan oikeushenkilön rangaistusvastuun perusteena tulisi olla pyrkimys vaikuttaa yhtiön moitittavana pidettävään toimintakulttuuriin, joka ilmentää rangaistusvastuun edellytyksenä olevaa oikeushenkilön organisaation toiminnan moitittavuutta.

[908] Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 49. Jos oikeushenkilö jättää ryhtymättä toimenpiteisiin, kun rikos on havaittu, voi organisaation passiivinen suhtautuminen osoittaa moitittavuutta. Silloin, kun oikeushenkilön aikaisemmassa toiminnassa on tapahtunut samankaltaisia rikoksia, voi se olla merkki siitä, että organisaation toimintakulttuuri ei kykene estämään laittomuuksia vaan jopa edistää niiden tekemistä.
Ks. Rata 203.28, s. 3. Sijoituspalveluyrityksellä tulisi olla menettelytavat, joilla ennakolta estetään epäpätevän tai epärehellisen henkilöstön palkkaaminen. Ks. myös Rata 203.27, s. 3. Sisäisen valvonnan tulee ehkäistä petoksia, kavalluksia ja muita väärinkäytöksiä.

[909] Ks. Lauriala: Kontrolli, riski ja informaatio, s. 32–33. Toimintaohje toimii tietynlaisena häiriönhallintastrategiana, jolla voidaan minimoida vahinkoriskiä.

henkilön toiminnassa ei noudateta riittävää huolellisuutta ja varovaisuutta väärinkäytöksien estämiseksi ja siten aiheuttaa myös yhtiön johtoon kuuluvien vastuuseen joutumisen varsinaisen rikkomuksen tekijän ohella.[910]

> Securities Exchange Act of 1934 (SEA) 15(f):n mukaan arvopaperinvälittäjillä on oltava kirjalliset menettelytapaohjeet muun muassa julkistamattoman ja olennaisen tiedon väärinkäytön estämiseksi. SEA 15(b)(4)(E):n mukaan, jos arvopaperinvälittäjällä on menettelytapaohjeet rikkomusten ehkäisemiseksi ja havaitsemiseksi ja se on kohtuudella valvonut niiden noudattamista, sen ei katsota epäonnistuneen riittävässä valvonnassa.[911]
>
> SEA 21A(a)(1)(B):n mukaan siviilioikeudellisen sanktion kohteeksi voi joutua henkilö, joka oli vastuussa rikkomukseen syyllistyneestä henkilöstä (controlling person). SEA 21A(b)(1):n mukaan vastuussa olevan henkilön vastuuseen joutumisen edellytyksenä on kuitenkin se, että hän tiesi tai oli piittaamaton siitä, että hänen alaisensa todennäköisesti syyllistyisi rikkomukseen, ja laiminlöi ryhtyä asian vaatimiin ennalta ehkäiseviin toimiin taikka että vastuussa oleva henkilö tietoisesti tai piittaamattomuudesta laiminlöi 15(f) kohdassa mainittujen kirjallisten menettelytapaohjeiden laatimisen, ylläpidon ja valvomisen ja tämä laiminlyönti merkittävästi edisti tai mahdollisti rikkomuksen tapahtumisen.[912]

Tehokkailla toimintaohjeilla tarkoitetaan lähtökohtaisesti sellaisia ohjeita, jotka on järkevästi suunniteltu, toteutettu ja toimeenpantu niin, että niiden avulla voidaan yleisesti ottaen tehokkaasti ehkäistä ja havaita rikoksia oikeushenkilön toiminnan piirissä.[913] Toimintaohjeiden sisältöön vaikuttaa lainsäädännön, viranomaismääräysten ja -ohjeiden lisäksi myös itsesääntely[914]. Jälkikäteen kyseessä olevien velvollisuuksien rikkomista on tarkasteltava siitä näkökulmasta, olisiko velvollisuuden täyttämisellä ollut merkitystä oikeushenkilön puolesta

---

[910] Ks. Loss-Seligman: Fundamentals of Securities Regulation, s. 986–988.

Vrt. Jaatinen: Oikeushenkilön rangaistusvastuu, s. 114, jonka mukaan toimintaohjelmalla sinänsä ei Yhdysvalloissakaan ole itsenäistä merkitystä rangaistusvastuun kannalta, mutta se voi vaikuttaa oikeushenkilön eduksi syyteharkinnassa. Hänen viittauksensa kohteena on lähinnä U.S. sentencing guidelines.

[911] Ks. Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002), s. 38. Helsingin käräjäoikeuden mukaan yhtiön toiminnassa voi sattua virheellisyyksiä, vaikka etukäteen olisi yritetty tehdä "kaikki voitava" tuollaisten virheiden eliminoimiseksi.

[912] Ks. HE 44/2002 vp, s. 94, jossa todetaan piittaamattomuus -määritelmän USA:ssa vastaavan suomalaista tietoista tuottamusta ja osittain törkeää huolimattomuutta.

[913] Ks. McLucas-Taylor-Mathews: A Practitioner's Guide to the SEC etc., s. 68; Steinberg: International Securities Law, s. 113–114; Reichman: Insider Trading, s. 86.

[914] Ks. RL 9:4:n 2 momentin 2) kohta yhteisösakon tuomitsematta jättämisestä sekä RL 9:7:n 1 momentti syyteharkinnan osalta.

Ks. Rata 201.7 kohta 4.7, jossa muun muassa todetaan Apvy:n sisäpiiriohjeen vastaavan markkinoilla noudatettavaa hyvää tapaa ja ulotetaan Apvy:n ohje koskemaan myös niitä arvopaperinvälittäjiä, jotka eivät ole Apvy:n jäseniä ja siten kyseisen ohjeen piirissä.
Ks. myös Rata 201.12 (kiinanmuurit); CESR: Measures to Promote Market Integrity; Pörssin ja Apvy:n sisäpiiriohjeet.

tai hyväksi tehdyn rikoksen ehkäisemisessä. Vaadittavat toimenpiteet on joka tapauksessa suhteutettava siihen merkitykseen, joka velvollisuudella on oikeushenkilön toiminnan kokonaisuudessa. Mitä vakavammasta mahdollisesta rikollisesta toiminnasta on kyse, sitä tarkemmat valvonta- ja muut järjestelyt on toteutettava. Rikoksen vakavuusaste tulisi tässä suhteessa arvioida yhtäältä rikoksesta laissa säädetyn rangaistuksen ja toisaalta rikoksen mahdollisesti ennakoitavissa olevan vahingollisuuden tai vaarallisuuden perusteella.[915]

Markkinoilla toimivien oman vastuun korostamista voidaan pitää ennaltaehkäisyn yhtenä ydinalueena.[916] Pyrkimys saada markkinoiden ammattilaiset mukaan rikosten ennaltaehkäisyyn ilmenee myös uudesta markkinoiden väärinkäyttöä koskevasta direktiivistä. Sen mukaan ammattimaisten talouden toimijoiden tulisi edistää markkinoiden luotettavuutta erilaisin keinoin kuten sallimalla kaupankäynti tietyille henkilöstöryhmille vain tiettyinä ajanjaksoina, sisäisten menettelysääntöjen soveltamisella ja kiinanmuurien perustamisella. Tällaisilla ennaltaehkäisevillä toimilla voidaan direktiivin mukaan kuitenkin myötävaikuttaa markkinoiden väärinkäytön estämiseen ainoastaan, jos ne pannaan täytäntöön päättäväisesti ja niitä valvotaan moitteettomasti. Valvonnan asianmukaisen järjestämisen on katsottu edellyttävän esimerkiksi tarvittavien valvontahenkilöiden nimittämistä ja riippumattomien tarkastajien suorittamia säännöllisiä tarkastuksia.[917]

> Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 6 artiklan 9 kohdan mukaan jäsenvaltioiden on vaadittava, että henkilö, joka ammattinsa puolesta järjestää liiketoimia rahoitusvälineillä, ilmoittaa viipymättä toimivaltaiselle viranomaiselle, jos hänellä on aihetta epäillä, että liiketoimi saattaa olla sisäpiiririkkomus tai markkinoiden manipulointia.
>
> Säännös pakottaa arvopaperinvälittäjät tarpeen vaatiessa arvioimaan asiakkaidensa toimia, mutta lienee selvää, ettei välittäjille voida asettaa mitään pitkälle meneviä tutkintavelvollisuuksia. Kyse on enemmänkin kohtuullisten epäilyjen ilmetessä tapahtuvasta velvollisuudesta informoida viranomaista. Säännös antaa myös suojaa välittäjille sen suhteen, ettei heitä voida syyttää perättömistä ilmiannoista, jos he ovat aiheellisesti epäilleet liiketoimen laillisuutta tai sitä, että liiketoimi saattaa johtaa lain rikkomiseen.

---

[915] HE 95/1993, 9:2:n yksityiskohtaiset perustelut.

[916] Ks. Gilligan: Regulating against White-Collar Crime in the Financial Services Sector, s. 9; Reichman: Insider Trading, s. 80.

Ks. myös Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 70–81. Sisäpiiririkoksiin liittyen tulisi luottaa enemmän yhtiöiden sisällä tapahtuvaan ennaltaehkäisevään työhön. Tätä työtä tulisi kuitenkin edistää yhtiöihin kohdistuvilla hallinnollisilla sanktioilla.

[917] 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 24).

Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 172. Sisäisen valvonnan ja riskienhallinnan kehittämisessä on syytä kiinnittää huomiota yritysten päätöksentekoon, johtamistapaan, valvontakulttuuriin, riskien tunnistamiseen, työntekijöiden sitoutumiseen, raportointiin sekä sisäiseen tiedonkulkuun, joilla kaikilla on merkitystä väärinkäytösten ennaltaehkäisyssä.

Välittäjän on vain tarvittaessa kyettävä perustelemaan syy viranomaiselle ilmoittamiseen. Perusteluvaatimusta ei kuitenkaan ole asetettu kovin korkeaksi, koska pelkkä *aihetta epäillä* riittää. Korkeampi kynnys aiheuttaisikin helposti sen, että säännös menettäisi merkityksensä, kun kukaan ei uskaltaisi ilmoittaa epäilyksiään viranomaiselle muissa kuin täysin selvissä tapauksissa.[918]

[918] Ks. CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 9–10. CESR piti tärkeänä sitä, että välittäjät kieltäytyvät kauppojen tekemisestä, jos he epäilevät kaupan olevan markkinoiden väärinkäyttöä. Komission ehdotuksessa markkinoiden väärinkäyttö -direktiiviksi (artikla 6(5)) olikin alun perin välittäjille asetettu velvollisuus pidättäytyä liiketoimista ja torjua toimeksiannot epäilyttävissä tapauksissa.

4 Rikoshyödyn mittaaminen

Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on toimintaa, jonka tarkoituksena on arvopaperikaupassa saada itselleen tai toiselle taloudellista hyötyä julkistamattoman ja olennaisen tiedon avulla. Koska toiminta tähtää taloudelliseen hyötyyn, on säännöksen täytäntöönpanossa tärkeää pystyä arvioimaan se hyödyn määrä, jonka henkilö on kaupoillaan saanut. Taloudellisen rikollisuuden torjunnan yhtenä tärkeänä tehtävänä on tehdä kyseinen toiminta kannattamattomaksi. Tämä edellyttää sitä, että rikoksen tuottama hyöty pystytään julistamaan valtiolle menetetyksi. Rikoksella saavutettavissa oleva hyöty ei voi olla vaikuttamatta rikoksen houkuttelevuuteen. Siksi kaikissa tapauksissa hyödyn mittaaminen oikein on tärkeää, jotta laiton etu saataisiin kokonaisuudessaan pois tekoon syyllistyneiltä. Sisäpiiririkoksissa hyödyn mittaaminen ei kuitenkaan ole ollut mitenkään helppo tehtävä, vaan siihen on kehitetty erilaisia ekonometrisiä kaavoja, joilla pyritään erottelemaan vain se hyöty, joka johtuu sisäpiirintiedon vaikutuksesta.[919]

> RL 10:2:n mukaan rikoksen tuottama taloudellinen hyöty on tuomittava valtiolle menetetyksi. Menettämiseen tuomitaan rikoksesta hyötynyt tekijä, osallinen tai se, jonka puolesta tai hyväksi rikos on tehty. Jos rikoksen tuottaman hyödyn määrästä ei ole saatavissa selvitystä tai se on vain vaikeuksin esitettävissä, hyöty on arvioitava ottaen huomioon rikoksen laatu, rikollisen toiminnan laajuus ja muut olosuhteet. Hyötyä ei tuomita menetetyksi siltä osin kuin se on palautettu tai tuomittu taikka tuomitaan suoritettavaksi loukatulle vahingonkorvauksena tai edunpalautuksena. Jos korvaus- tai edunpalautusvaatimusta ei ole esitetty tai se on vielä ratkaisematta silloin, kun menettämisvaatimuksesta annetaan ratkaisu, menettämisseuraamus on tuomittava.[920]

---

[919] Ks. Määttä: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 131. Mitä vähäisempi etu rikoksella on saavutettavissa, sitä vähäisempi houkutin rikokseen on olemassa, ja päinvastoin.

Ks. Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 237. Vuodesta 1980, jolloin sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tuli Britanniassa rikos, on siitä syytetty 46 kertaa. Näistä 30 tapauksessa on tullut tuomio, tosin useimmissa tapauksissa tuomittu tunnusti syyllisyytensä. Suurimmassa osassa tapauksia ei edes yritetty määrittää tai konfiskoida sisäpiiriläisen saamaa hyötyä ja onkin todettu, että vain kahdessa tapauksessa sakko oli suurempi kuin sisäpiiriläisen saama hyöty.

Vrt. Ruotsi, jossa viiden eri sisäpiiritapauksen yhteydessä tuomioistuin on määrännyt rikoshyötyä menetettäväksi (yhteensä 13 henkilöä tuomittu seitsemässä tapauksessa). Osa hyödystä on tuomittu menetettäväksi myös muilta kuin rikoksen tekijöiltä.

[920] Ks. Viljanen: Rikoslain uuden 10 luvun mukaisesta hyödyn menettämisestä jne., s. 5. Menettämisseuraamusta on nimenomaisesti vaadittava. Tuomioistuin ei saa tuomita sitä viran puolesta. Vaatimuksen esittää syyttäjä.

Sisäpiirintiedon väärinkäytöstä annettavaa sakkoa laskettaessa saadun hyödyn määrä toimii monissa maissa yhtenä kriteerinä sille, minkä suuruinen seuraamus tekijälle langetetaan.[921] Suomessa törkeän tekomuodon tunnusmerkistössä on yksi kvalifiointikohta, jossa edellytetään tavoiteltavan erityisen suurta hyötyä tai huomattavaa henkilökohtaista etua. Tämä ei kuitenkaan varsinaisesti tarkoita sitä, että saadun hyödyn määrä ratkaisisi rangaistuksen suuruuden vaan pikemminkin sitä, että suuren hyödyn tavoittelu on paheksuttavampaa kuin vähäisen hyödyn. Suomessa hyöty tulee yleensä konfiskoitavaksi,[922] mutta rangaistus määräytyy lähinnä teon paheksuttavuuden mukaan.

> Norjassa arvopaperikauppalain 14-2 §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen vastaisesti saatu hyöty on mahdollista vaatia takaisin tekijän lisäksi keneltä tahansa, jonka hallussa se on joko kokonaan tai vain osittain. Hyöty arvioidaan tarpeen vaatiessa harkinnanvaraisesti, jos sitä ei voida muuten vahvistaa. Kredittilsynet (KT) voi antaa päätöksen, jossa hyötyä vaaditaan menetettäväksi. KT:n antama päätös hyödyn luovuttamisesta voidaan käsitellä tuomioistuimessa siviiliprosessissa, ellei päätöksen saanut hyväksy sitä kahden kuukauden kuluessa. Jos hän sen hyväksyy, saadaan se panna välittömästi täytäntöön. Menettämisvaatimuksen käyttäminen edellyttää kuitenkin sitä, että KT pystyy näyttämään hyödyn saamisen tapahtuneen sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen vastaisesti. Aiemmin tämä siviilioikeudellinen hyödyn takaisinvaatimismahdollisuus oli esitutkintaviranomaisella, Økokrimilla. Rikkomusta käsiteltäessä rikosprosessilain mukaisesti tehdään vaatimus hyödyn menettämisestä rikoslain 34 §:n perusteella.[923]

Hyödyn yhteydessä pohditaan usein myös sitä, pitäisikö sisäpiiriläisen vastapuolta hyvittää vastaavasti vai pitäisikö kaikkia samaan aikaan vastapuolella olevia sijoittajia kompensoida.[924] USA:ssa lain[925] mukaan kuka tahansa henkilö, joka rikkoo lakia käymällä arvopaperikauppaa aikana, jolloin hänellä on hallussaan olennaista ja julkistamatonta tietoa, on vastuussa kenelle tahansa, joka samanaikaisesti kävi kauppaa samoilla arvopapereilla. Vahingonkorvaus on rajattu saadun hyödyn tai vältetyn tappion määrään.

---

[921] Minenna: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information, s. 8–9.

[922] Ks. HE 80/2000, RL 10:2:n yksityiskohtaiset perustelut. Konfiskaatio syrjäytyisi yleensä vahingonkorvauksen tieltä, koska todellista hyötyä ei synny silloin, kun rikoksesta hyötynyt joutuu palauttamaan hyödyn vahinkoa kärsineelle.

[923] Ks. Ot prp nr 80, Norge, kohta 10.2. KT perusteli valtuuden siirtoa itselleen muun muassa sillä, että Økokrim syyttäjäviranomaisena vaatii hyödyn menettämistä luontevasti rikoslain 34 §:n nojalla.

Ks. myös NOU 1996:2, s. 198–200 ja 232 sekä Ot prp nr 29, Norge, s. 146–148. Alun perin tätä valtuutta ehdotettiinkin arvopaperimarkkinoita valvovalle viranomaiselle Kredittilsynetille eikä Økokrimille.

[924] Ks. Rider-Ashe: The Insider Dealing Directive, s. 48; Rider: Enforcement of Financial Services Law etc., s. 217.

[925] Securities Exchange Act of 1934, 20A §.

Ensimmäinen menetelmä todellisen hyödyn arvioimisessa, jota arvopaperimarkkinoita valvovat viranomaiset ovat käyttäneet, on laskea sisäpiiriläisen, sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeen, myynneistään saaman hinnan ja hankintahinnan erotus. Menetelmä ei kuitenkaan ole tehokas, jos sisäpiiriläinen myy arvopaperinsa huomattavasti sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeen tai ei ollenkaan realisoi niitä. Tällöin on mahdollista, että sisäpiirikaupasta saatu hyöty katoaa ajan kuluessa pois.[926] Tällaisen tilanteen välttämiseksi hyötyä on ryhdytty laskemaan siten, että katsotaan, mikä on arvopaperin hinta sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeen ja verrataan sitä sisäpiiriläisen avoimen position painotettuun keskihankintahintaan, joiden erotus kerrotaan sijoitusten määrällä[927]. Tätä menetelmää kutsutaan nimellä *potential deterministic disgorgement*. Ongelmana tämän metodin suhteen on taas se, että sisäpiiriläinen on saattanut tehdä hankintansa hyvissä ajoin ennen sisäpiirintiedon julkistamista, jolloin kyseisen sijoituksen tuottavuuteen ovat saattaneet vaikuttaa muutkin seikat kuin vain käytetty sisäpiirintieto.[928] Muiden tietojen vaikutus arvopaperin hintaan on mahdollista eliminoida yksinkertaisimmillaan siten, että todellisen hankintahinnan sijasta laskennassa käytetään välittömästi tiedon julkistamista edeltänyttä arvopaperin kurssia, jota verrataan realisointihintaan tai arvopaperin kurssiin tiedotteen jälkeen.

Hienostuneemmissa laskentamalleissa on myös edellä mainittu ongelma otettu huomioon ja SEC on kehittänyt systeemin, jossa sijoituksen tuottavuuteen vaikuttavia muita seikkoja pyritään arvioimaan vertaamalla arvopaperin tuottoa määrätyn referenssi-indeksin tuottoon. Mallista käytetään nimitystä *potential econometric disgorgement*. SEC:n käyttämä malli ei ole kuitenkaan soveltunut riittävän hyvin muun muassa sellaisille markkinoille, jotka ovat epälikvidejä ja joilla on paljon uusia listautuneita yhtiöitä vailla mallin tarvitsemaa riittävän pitkää historiallista kaupankäynnin data-aineistoa. Näiden asioiden ylitse pääsemiseksi on hyödyn laskemiseen kehitetty edelleen *potential probabilistic disgorgement* -niminen malli. Se analysoi kaikki tulevat hintanäkymät määrit-

---

[926] Ks. Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999). Tapauksessa syytetty ei realisoinut omistuksiaan ja osakekurssi laski niiden hankintahinnan tasolle siihen mennessä, kun asia tuli tuomioistuimen käsittelyyn. Mitään rikoshyötyä ei tuomittu maksettavaksi.

Ks. Hgin HO R 93/2387 (8.9.1994). Tapauksessa rikoshyötyä tuomittiin maksettavaksi, mutta hyödyn laskeminen perustui lähinnä myyntihinnan ja sen hinnan erotukseen, mikä markkinoilla muodostui yhtiön konkurssin johdosta.

[927] Ks. SEA 21A(f), jossa todetaan profit gained or loss avoided is the difference between the purchase or sale price of the security and the value of that security as measured by the trading price of the security *a reasonable period after* public dissemination of the nonpublic information. Ks. myös Loss-Seligman: Fundamentals of Securities Regulation, s. 986; Rider: Enforcement of Financial Services Law etc., s. 217.

[928] Minenna: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information, s. 10.

tämällä niille sopivat todennäköisyysmittarit, jotka perustuvat sisäpiiriläisen strategiaan ja sen hetkiseen osakekurssiin.[929]

Rikoshyöty olisi myös mahdollista laskea siten, että siitä oletetusta hinnasta, jolla kauppaa todennäköisesti olisi tekoajankohtana käyty, jos sisäpiirintieto olisi ollut yleisesti saatavilla, vähennetään todellinen hankintahinta. Tämän mallin suuri epävarmuustekijä liittyy siihen, miten arvioidaan, millä tasolla arvopaperin hinta olisi todennäköisesti ollut, jos tieto olisi sillä hetkellä julkistettu.

Sisäpiirikaupoissa taloudellinen hyöty on periaatteessa luovutushinnan ja hankintahinnan välinen erotus. Menetettäväksi on tarkoitettu vain todellinen nettohyöty. Todistustaakka hyödyn menettämisen perusteista ja määrästä on menettämisseuraamuksen vaatijalla. Ensisijaisesti on pyrittävä selvittämään todellinen hyödyn määrä. Tuomioistuin on oikeutettu arvioimaan hyödyn määrä vain, jos selvitystä ei ole saatavissa tai sitä on vain vaikeuksin esitettävissä.[930] Käytännössä lienee kuitenkin riittävää, että syyttäjä hyväksyttävällä tavalla perustelee arvopaperikaupoista saadun voiton tai vältetyn tappion määrän, minkä jälkeen vastaaja esittää tarvittavia vastaperusteluja, jos hänen mielestään todellinen hyöty onkin jostain syystä vähemmän.

Helsingin käräjäoikeus on kahdessa kurssin vääristämistä koskevassa tapauksessa käsitellyt varainsiirtoveroa rikoshyödyn näkökulmasta. Ensimmäisessä tapauksessa[931] oikeus katsoi varainsiirtoveron välttämisestä saadun edun kokonaisuudessaan rikoshyödyksi ja tuomitsi veron määrän valtiolle menetettäväksi. Toisessa käsittelemässään tapauksessa[932] taas oikeus ei katsonut varainsiirtoveron määrää rikoshyödyksi.

Ensin mainittu tapaus erosi merkittävästi jälkimmäisestä siinä, että välittäjän lisäksi myös ostajien edustaja tuomittiin kurssin vääristämisestä. Varainsiirtoverolain 15 §:n mukaan arvopaperin luovutuksesta on luovutuksensaajan suoritettava veroa. Veroa ei kuitenkaan suoriteta myytäessä tai vaihdettaessa pörssiarvopapereita arvopaperipörssissä AML 1 luvun 3 §:ssä tarkoitetussa julkisessa kaupankäynnissä. Koska kyse oli ostajan ja välittäjän yhdessä tekemästä kurssin vääristämisestä, voidaan käräjäoikeuden ratkaisua pitää siltä osin hyväksyttävänä, kun se katsoi vältetyn varainsiirtoveron määrän olevan rikoshyötyä.

Jälkimmäisessä tapauksessa kurssin vääristämisestä tuomittiin vain välittäjän edustajia. Käräjäoikeuden perustelun voidaankin katsoa olevan paikallaan, kun se totesi, ettei se seikka, että kaupan menettelyssä on ollut virheitä, jotka tässä tapauksessa katsotaan rikoksiksi välittäjän menettelyn vuoksi, voi

---

[929] Ks. Minenna: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information, käytettävien laskentakaavojen osalta.

[930] HE 80/2000, RL 10:2 ja sen yksityiskohtaiset perustelut. Tuomioistuimen käytettävissä olevia arvioimisperusteita olisivat rikoksen laatu, rikollisen toiminnan laajuus ja muut olosuhteet.

[931] Hgin KäO R 01/7537 (28.6.2002).

[932] Hgin KäO R 01/13963 (7.11.2002).

vaikuttaa ostajan verovelvollisuuteen. Olisi kohtuutonta ajatella vilpittömässä mielessä olevan ostajan joutuvan kärsimään veron suuruiset menettämisseuraamukset välittäjän piirissä tapahtuneiden rikosten vuoksi varsinkin, kun ostaja oli edellyttänyt, että kaupat tehdään pörssissä varainsiirtoverosta vapaana.

Välityspalkkioiden suhde rikoshyötyyn näyttää olevan käräjäoikeuden käytännössä epäselvää. Mainitussa ensimmäisessä tapauksessa välittäjä velvoitettiin korvaamaan valtiolle rikoksella saamansa hyöty eli koko välityspalkkion määrä. Sen sijaan ostajan maksama välityspalkkio vähennettiin täysin sen maksettavaksi määrätystä rikoshyödystä. Koska ostaja oli rikoksentekijä, olisi välityspalkkion maksu tullut tulkita sen osalta rikoksen valmistelusta tai täytäntöönpanosta aiheutuvaksi kustannukseksi, jota ei tule ottaa vähennyksenä huomioon rikoshyötyä laskettaessa[933]. Tätä asiaa ei ole tuomiossa perusteltu lainkaan.

Toisessa tapauksessa rikoshyödyksi katsottiin ainoastaan normaalin palkkion ylittävä osuus koko välityspalkkiosta. Käräjäoikeus arvioi normaalin palkkion ylittävän osuuden tulleen siitä, että ostaja suostui maksamaan ylimääräistä välittäjän onnistuessa toimittamaan kyseessä olevat osakkeet edullisemmin kuin mitä ostaja oli valmis maksamaan. Oikeuden mukaan tapauksessa on ollut kysymys normaalista kaupankäynnistä ja maksetut välityspalkkiot perustuvat laillisiin yksityisoikeudellisiin sopimuksiin, joiden osalta kyse ei ole rikoksista. Kaupat olivat sinänsä olleet laillisia ja päteviä. Ostajan näkökulmasta katsottuna tämä varmaan pitää paikkansa ja ostaja on saanut juuri sitä, mistä on halunnut maksaakin.

Käräjäoikeuden käsityksen mukaan myös välitysliikkeellä on ollut laillinen oikeus saada palkkionsa tekemästään välitystyöstä eikä se, että välitysliikkeen työntekijät syyllistyivät rikoksiin, tee noita välityspalkkioita luonteeltaan sellaisiksi, että ne olisi katsottava kokonaisuudessaan rikoksella saaduksi hyödyksi.[934] Tältä osin eivät oikeuden perustelut ole täysin vakuuttavia. Perustelujen taustalla saattaa olla ajatus siitä, että välittäjä olisi ollut oikeutettu koko sovittuun välityspalkkioon, jos se olisi menetellyt täysin laillisella tavalla, ja koska kyseessä olevassa tapauksessa kauppa on ostajan ja myyjien välisessä suhteessa laillinen ja pätevä, on myös välittäjä rikoksesta huolimatta oikeutettu ainakin osaan välityspalkkion määrästä.

Tällaisessa tapauksessa tulisi kuitenkin ottaa huomioon erityisesti se, että jos välittäjän edustajat valitsevat laittoman menettelytavan laillisen sijasta, tulisi välittäjän kantaa riski siitä, että se saattaa menettää oikeuden kaikkiin niihin palkkioihin, mitä normaaleista ja laillisista välitystoimista tavallisesti maksetaan. Ostaja tuskin olisi suostunut edes käyttämään kyseistä välittäjää, jos se olisi tiennyt asioiden todellisen laidan, jolloin välittäjä olisi joka tapauksessa menettänyt koko välityspalkkion. Nyt lopputulema on, että välitysliike on rikoksesta huolimatta saanut taloudellista hyötyä normaalin välityspalkkion verran eikä sillä jatkossakaan ole kannustinta ehkäistä vastaavaa

---

[933] Ks. HE 80/2000, RL 10:2:n yksityiskohtaiset perustelut.

[934] Ks. Viljanen: Rikoslain uuden 10 luvun mukaisesta hyödyn menettämisestä jne., s. 6–7, joka pohtii sitä, tarkoitetaanko hyödyn määräämisessä sitä kokonaishyötyä, jonka rikos on tuottanut vai ainoastaan sitä lisähyötyä, joka on saatu sillä, että on valittu rikollinen menettelyvaihtoehto laillisen sijaan.

toimintaa omassa piirissään, kun otetaan huomioon vielä se seikka, että välitysliikettä ei tuomittu edes yhteisörangaistukseen. Välityspalkkioita tulisi ensisijaisesti käsitellä kokonaisuudessaan rikoksella saatuna hyötynä.

Varainsiirtoverokysymykset eivät käytännössä ole merkityksellisiä sisäpiirintiedon väärinkäytön kannalta. Sen sijaan välityspalkkion huomioon ottaminen rikoshyötyä laskettaessa on relevantti kysymys lähes kaikissa tapauksissa. Lukuun ottamatta niin sanottuja face to face -kauppoja, joissa ei välittäjää tarvita ollenkaan, joudutaan kaikissa arvopaperikaupoissa normaalisti maksamaan jonkinlainen välityspalkkio. Sisäpiirintiedon väärinkäyttäminen hankkimalla tai luovuttamalla arvopapereita edellyttääkin pääsääntöisesti välityspalkkion maksamista kaupat toteuttavalle välittäjälle. *Välityspalkkio* näyttäytyy ainakin tahallisissa teoissa rikoksen täytäntöönpanosta aiheutuvana kustannuksena, jota ei tulisi ottaa huomioon vähennyksenä rikoshyötyä laskettaessa[935].

Kotimaisessa oikeuskäytännössä Helsingin käräjäoikeus katsoi erääseen sisäpiirintiedon väärinkäyttötapaukseen[936] liittyen näytetyn, että arvopaperikaupoista saatu bruttovoitto oli 80 873,20 markkaa. Tuomioistuin ottaen huomioon sen, mitä todistajat lausuivat välityspalkkion suuruudesta, katsoi jääneen näyttämättä, että vastaajat olisivat saaneet kaupasta taloudellista hyötyä. Käräjäoikeus on ratkaisussaan vähentänyt kaikki välityspalkkiot laskiessaan rikoshyödyn määrää. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että rikoksen tekemisestä aiheutuneet kulut on hyväksytty vähennyskelpoisina rikoshyötyä laskettaessa, vaikka niistä on hallituksen esityksessä todettu, ettei näin tulisi tehdä. Tällainen lain esitöistä poikkeaminen edellyttäisi tuekseen jonkinlaisia perusteluja, joita käräjäoikeus ei kuitenkaan tässä tapauksessa esittänyt.

[935] Ks. HE 80/2000, RL 10:2:n yksityiskohtaiset perustelut.
[936] Hgin KäO R 00/12747 (28.1.2002).

VI
VÄÄRINKÄYTÖSTEN HAVAITSEMINEN JA SELVITTÄMINEN

1 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö tutkinnan kohteena

1.1 TUTKINTA YLEISESTI

Arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset ovat välttämättömiä lainsäädännön keskeisten velvoitteiden ja rajoitusten noudattamisen tehostamiseksi, mutta ilman tehokasta valvontaa jää säännösten merkitys vähäiseksi.[937] Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on tyypillisesti sellainen rikos, josta ei tehdä ilmoituksia viranomaisille kuin poikkeustapauksissa. Tämä johtuu paljolti siitä, että sisäpiiririkokset ovat tekoja, joissa ei ole suoranaista uhria, joka reagoisi asiaan. Koska kukaan ei välttämättä huomaa tai tunne joutuneensa rikoksen kohteeksi, tapauksista ei myöskään tehdä rikosilmoituksia. Rikosten vaikea havaittavuus vaikuttaa siten suoraan siihen, kuinka paljon tapauksia voi yleensä tulla syyttäjien ja tuomioistuimien käsiteltäväksi.[938]

> Talousrikossääntelyn suhde moraaliin on löyhempi kuin perinteisen väkivalta- ja omaisuusrikollisuuden. Talousrikollisuus ei ole kriminologisessa mielessä poikkeavaa käyttäytymistä, vaan talousrikos on teko, jonka lainsäätäjä on määrännyt rikokseksi. Talousrikosten erityispiirteisiin kuuluu myös, että niissä ei ole suoraa kosketusta rikollisen ja uhrin välillä eivätkä ne ulkoisesti välttämättä poikkea juuri lainkaan laillisesta toiminnasta, minkä takia rikollisen toiminnan ja laillisen liiketoiminnan eroa on vaikea edes havaita.[939]

Rahoitustarkastuslain[940] 1–3 §:n mukaan rahoitusmarkkinoita ja niillä toimivia valvoo Suomen Pankin yhteydessä oleva Rahoitustarkastus. Ratan toiminnan tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden vakaus ja luottamuksen säilyminen rahoi-

---

[937] LaVM 28/1998 vp.; Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 184; Graaff: Insider Abuse etc., s. 173, joka pohtii, onko sisäpiirintiedon väärinkäyttö yleensä valvottavissa ja voidaanko siitä edes menestyksellä syyttää.

[938] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 174, jonka empiirisessä tutkimuksessa liikkeeseenlaskijoista ja sijoituspalveluyrityksistä koostuvista vastaajista 75 % arvioi sisäpiirintiedon väärinkäyttöä esiintyvän useammin kuin harvoin. Kukaan vastaajista ei kuitenkaan uskonut sitä tapahtuvan hyvin usein.

Vrt. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 32, joka toteaa, että laitonta sisäpiirikauppaa ja kurssimanipulaatiota esiintyy suuressa mitassa. Ks. myös Sæbø: Innsidehandel med verdipapir, s. 7.

[939] Tolonen: Talousrikossäännösten tulkinta, s. 31.

[940] Säädöskokoelman numero 587/2003.

tusmarkkinoiden toimintaan.[941] Lisäksi se ohjaa rahoitusmarkkinoilla toimivia noudattamaan toiminnassaan hyviä menettelytapoja sekä edistää tietämystä rahoitusmarkkinoista. Rata valvoo myös AML:n ja sen nojalla annettujen säännösten ja määräysten sekä arvopapereilla käytävää julkista kauppaa ja muuta 3 luvun 16 §:ssä tarkoitettua kaupankäyntimenettelyä koskevien sääntöjen ja sopimusehtojen noudattamista (AML 7:1). Suomessa arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön valmistelusta vastaa valtiovarainministeriö.

Sisäpiiririkosten huomaamattoman luonteen johdosta Rata seuraa aktiivisesti markkinoiden tapahtumia ja kaupankäyntiä arvopaperimarkkinoilla. Valvontatehtävässään Rata pyrkii oma-aloitteisesti löytämään ja tutkimaan mahdollisia sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksia. Ratan suorittamalla valvonnalla on siten itsenäinen, rikoksia paljastava tehtävä. Tutkinnan alettua tavoitteena on selvittää, onko sisäpiirintietoa käytetty hyväksi arvopaperikaupassa, ja jos on, niin kuka tai ketkä ovat siihen syyllistyneet. Tutkinnan kohteeksi päättyvät rutiininomaisesti kaikki merkittävimmät tapahtumat arvopaperimarkkinoilla. Aineellisoikeudelliselta kannalta tutkinnan suurimpana ongelmana on yleensä löytää yhteys sisäpiirintiedon ja yhtiön osakkeella kauppaa käyneen henkilön välille, ellei sisäpiiriläinen itse ole tehnyt kauppaa[942]. Tästä johtuen luvussa käsitellään myös todistusharkintaan liittyviä seikkoja.

Varsinainen sisäpiiritutkinta alkaa normaalisti liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti julkistamasta pörssitiedotteesta. Julkistamaton arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttava tieto on sisäpiirintietoa, jonka hyväksikäyttö on rikoslain mukaan rangaistavaa. Arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää, että sijoittajat luottavat markkinoihin ja niillä toimiviin osapuoliin. Arvopaperimarkkinoiden luotettavuuden kannalta on tärkeää, että kaikilla markkinaosapuolilla on käytettävissään samanaikaisesti arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot. Arvopaperit julkisen kaupankäynnin kohteeksi laskeneen yhtiön on säännöllisen ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden mukaisesti julkistettava tällaiset tiedot välittömästi ja samanaikai-

---

[941] Ks. HE 175/2002 vp, s. 39. Käsitettä "luottamuksen säilyminen rahoitusmarkkinoiden toimintaan" ei laissa erikseen määritellä, vaan sen sisältöä on arvioitava erikseen kussakin tilanteessa, jossa Rahoitustarkastuksen toiminnan yleistä tarkoituksenmukaisuutta joudutaan arvioimaan.

Ks. myös TaVM 27/2002. Valiokunta täydensi Ratan toiminnan tavoitetta siten, että toiminnan tavoitteena luottamuksen säilyttämisen ohella on myös rahoitusmarkkinoiden vakaus.

[942] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 166; Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 312 ja 322. Kaupankävijän ja sisäpiirintiedon yhdistäminen on usein erityisen vaikeaa johtuen rikostyypin salamyhkäisestä ja herkästä luonteesta. Käytännöllisesti katsoen ainoa keino näyttää rikos toteen on saada jonkun sellaisen henkilön todistus, joka on ollut läheisesti mukana juonessa.

Ks. esim. Syyttämättäjättämispäätökset nrot 01/753 ja 01/756. Tapauksessa pojalla oli sisäpiirintietoa ja isä kävi kauppaa. Näytön riittämättömyyttä siitä, että isä olisi tiennyt ja käyttänyt hyväksi pojalta mahdollisesti saatua sisäpiirintietoa syyttäjä perusteli ulkoisilla tosiseikoilla, kuten isän aikaisemmalla toiminnalla ja kauppojen tavanomaisella toteutustavalla.

sesti kaikille markkinaosapuolille, jotta kukaan ei voisi hyödyntää niitä ennen muita.[943]

Sääntely muissa maissa

Ruotsin sisäpiiririkoslain 12 §:n mukaan Finansinspektionen (FI)[944] valvoo, että lain säännöksiä noudatetaan. FI toimii varsin itsenäisesti valtiovarainministeriön alaisuudessa. Sisäpiiririkosten tutkinta kuuluu ensivaiheessa FI:n tehtäviin.[945] Jos FI epäilee, että rikos on tapahtunut, ilmoittaa se asiasta syyttäjälle Ekobrottsmyndigheteniin. Syyttäjä päättää sen jälkeen, onko aihetta rikostutkinnan aloittamiseen. Ekobrottsmyndigheten hoitaa kaikkien arvopaperimarkkinarikosten esitutkinnan.[946]

Norjan arvopaperikauppalain 12-1 §:n mukaan finanssi-instrumenteilla käytävää kauppaa säätelevien lakien noudattamisen valvomisesta vastaa ministeriö. Arvopaperinvälittäjien, optioyhteisöjen ja selvitysyhteisöjen toimintaa sekä arvopaperikauppalain säännösten valvonta on KT:n vastuulla. Myös sisäpiiririkosten tutkinta kuuluu ensivaiheessa KT:lle. Jos se tutkinnan päätteeksi epäilee sisäpiiririkoksen tapahtuneen, saattaa se asian Økokrimille. Økokrim on sen jälkeen vastuussa tarpeellisen jatkotutkinnan tekemisestä ja mahdollisten syytteiden nostamisesta.[947]

Tanskalainen valvontasysteemi eroaa muista Pohjoismaista siinä, että Tanskassa on kaksi eri elintä, joilla molemmilla on valtuudet puuttua markkinoilla tapahtuvaan toimintaan. Virallinen vastuu on riippumattomalla Fondsrådetilla (FR),[948] jonka sihteeristönä Finanstilsynet (FT)[949] toimii. FR ja FT valvovat, että arvopaperikauppalakia ja sen nojalla annettuja säännök-

---

[943] Ks. luku III 4.3 (säännöllinen tiedonantovelvollisuus) ja 4.4 (jatkuva tiedonantovelvollisuus).

[944] Ks. FI: 2002:1, s. 28. Arvopaperimarkkinoiden valvonta on FI:lle paljon tärkeämpi tehtävä kuin selvittää rikoksia.

Ks. Prop.1999/2000:109, s. 39, jossa esitettiin sisäpiiririkosten ja kurssin vääristämisten selvittämisvastuun siirtämistä FI:ltä Ekobrottsmyndighetenille, koska sen arveltiin merkitsevän mainittujen rikosten tehokkaampaa käsittelyä.

[945] Ks. yleisesti Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', joka sosiologisessa tutkimuksessaan kuvailee ja analysoi FI:n sisäpiiririkosten tutkintaa 1990-luvulla.

Ks. myös BRÅ-rapport 2002:1, s. 40. Raportin mukaan sisäpiiririkosten saama lisääntynyt huomio 1990-luvulla tulee todennäköisesti jatkumaan ja lisää resursseja tarvitaankin paljastamaan epäilyttäviä tapauksia. Jos EU:n kaavailut rikosoikeudellisen sääntelyn täydentämisestä hallinnollisilla sanktioilla toteutuu, tulee tutkittavien tapausten määrä raportin mukaan ampaisemaan korkeuksiin.

[946] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 170. Ekobrottsmyndighetenissä työskentelee noin 400 henkilöä. Näistä syyttäjiä on noin 75 ja poliiseja sekä muita rikostutkijoita on noin 200 (www.ekobrottsmyndigheten.se).

[947] Ks. Larsson: Hunting Ghosts, s. 68, jonka mukaan hyvin harva tapaus tulee rangaistavaksi, koska rikosprosessille ei ole vaihtoehtoa. Tapauksen pitää olla hyvin vakava ja todennäköinen voittaja, ennen kuin Økokrim käyttää resurssejaan tutkimuksiin ja syyttämiseen.

[948] Fondsrådet (pörssineuvosto) on itsenäinen, kollegiaalinen elin, jonka 11 jäsenestä puheenjohtajan ja varapuheenjohtajan nimittää talousministeri enintään neljäksi vuodeksi kerrallaan. Muut jäsenet talousministeri nimittää erilaisten intressiosapuolten esityksestä, näitä osapuolia ovat muun muassa keskuspankki, vakuutusyhdistys, pankkiyhdistys, arvopaperinvälittäjien yhdistys, keskuskauppakamari ym (83§).

[949] Finanstilsynet on Rahoitustarkastusta vastaava arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen.

siä noudatetaan. Vastuullinen ministeriö on talousministeriö. Sekä FR että FT antavat vuosittain kertomuksen toiminnastaan talousministerille (84 §). FR:n tehtävänä on edistää Tanskan arvopaperimarkkinoiden sujuvuutta siten, että markkinat olisivat tehokkaat, läpinäkyvät ja kilpailukykyiset ja siksi houkuttelevat liikkeeseenlaskijoille, sijoittajille ja arvopaperinvälittäjille. FR myötävaikuttaa myös siihen, että markkinat noudattavat kansainvälisiä standardeja.

Saksassa Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)[950] on itsenäinen liittovaltion viranomainen, mutta lainsäädännön valmistelusta vastaa valtiovarainministeriö. Saksassa on myös samantyylinen arvopaperineuvosto[951] kuin Tanskassa. Arvopaperineuvosto koostuu osavaltioiden edustajista ja on organisatorisesti osa BaFin:a. Arvopaperineuvoston tehtävänä on avustaa BaFin:a markkinoiden valvonnassa sekä antaa neuvoja esimerkiksi määräysten antamisessa ja valvontavaltuuksien rajanvedossa BaFin ja osavaltioiden pörssivalvontaviranomaisten välillä. Lisäksi se arvioi valvonnan vaikutuksia pörsseihin ja markkinoiden rakenteeseen ja antaa ehdotuksia BaFin:lle valvonnan yleisestä kehittämisestä. BaFin raportoi sille vähintään kerran vuodessa omista valvontatoimistaan, valvonnan kehittämisestä ja kansainvälisestä yhteistyöstä (3–5 §). Jokaisessa osavaltiossa on oma pörssivalvontaviranomainen,[952] joka ilmoittaa havaitsemistaan sisäpiiriepäilyistä BaFin:lle. Osavaltion viranomainen toimii tarvittaessa myös BaFin puolesta, kun on kyse kiireellisistä sisäpiirikaupan kiellon valvontaan liittyvistä toimenpiteistä sen toimialueeseen kuuluvissa pörsseissä (6(2) §). BaFin itse on velvollinen tutkinnan päätteeksi raportoimaan yleiselle syyttäjälle, jos se epäilee sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa rikotun (18 §).

Ranskassa arvopaperimarkkinoiden valvonta kuuluu COB:lle, joka on itsenäinen hallinnollinen viranomainen.[953] COB eroaa Pohjoismaisista ja saksalaisesta viranomaisesta rakenteensa puolesta. Se ei ole samanlainen päällikkövirasto kuin nämä muut, vaan se on komissiotyyppinen kuten Yhdysvaltain arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen SEC. Komissio muodostuu puheenjohtajasta ja yhdeksästä jäsenestä ja sen työn valmistelee erillinen virkamieskunta. COB:n keskeisinä tehtävinä on sijoittajien suojelu, sijoittajille annettavien tietojen riittävyyden turvaaminen ja arvopaperimarkkinoiden luotettavan toiminnan varmistaminen.[954] Lainsäädäntövalmistelusta vastaa valtiovarainministeriö.

Yhdistyneessä kuningaskunnassa arvopaperimarkkinoiden valvonnasta vastaa Financial Services Authority, joka on samantyyppinen itsenäinen päällikkövirasto kuin esimerkiksi Rahoitustarkastus. Lainsäädännön valmistelu kuuluu valtiovarainministeriölle. FSMA 168(2) ja (3) §:n mukaan FSA voi nimittää yhden tai useamman pätevän henkilön tutkijaksi, jos sen mielestä olosuhteet näyttävät viittaavan siihen, että sisäpiirintietoa on

---

[950] BaFin oli 30.4.2002 asti nimeltään Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe).

[951] Wertpapierrat.

[952] Börsenaufsichtsbehörde.

[953] COB perustettiin lailla vuonna 1967 (Ordinance 67–833, 28.9.1967). Sen nykyinen rakenne ja toimivaltuudet ovat kuitenkin peräisin vuosien 1989 ja 1996 lainmuutoksista.

[954] Ks. Lain 621 § COB rakenteesta ja toiminnasta.

käytetty väärin. Tutkija voi olla muukin kuin FSA:n palveluksessa oleva henkilö[955]. FSA voi 170(7) ja (8) §:n perusteella kontrolloida tutkintaa antamalla ohjeita tutkijalle. Ohjeet voivat koskea tutkinnan laajuutta, kestoa ja suorittamista sekä tutkinnan rajoittamista tiettyihin seikkoihin tai sen laajentamista myös muihin asioihin. Tutkijan on tutkinnan loputtua annettava raportti FSA:lle.

Yhdysvalloissa arvopaperimarkkinoita valvoo SEC,[956] jolla on laajat valtuudet tutkinnan suorittamiseen.[957] Euroopassa lähinnä vain COB:lla Ranskassa ja FSA:lla Yhdistyneessä kuningaskunnassa on tällä hetkellä samantyyppiset laajat valtuudet kuin SEC:llä[958]. SEC muodostuu viidestä komissaarista (komissio) ja siihen kuuluvasta henkilökunnasta. Komission henkilökunta jakautuu divisiooniin. Komissio toimii tuomioistuintyyppisesti ja se antaa esimerkiksi henkilökunnalle hakemuksesta valtuudet muodollisen tutkinnan suorittamiseen, jos on todennäköistä, että liittovaltion arvopaperilakeja rikotaan tai on rikottu. Toisaalta se ottaa vastaan lausuntoja sekä tarvittaessa langettaa erilaisia hallinnollisia seuraamuksia henkilökunnan esityksestä.[959]

1.2 TUTKINNAN KOHTEET

Tutkinnan kohteilla tarkoitetaan tässä alaluvussa sitä henkilöiden ja yhtiöiden joukkoa, jotka ensi vaiheessa joutuvat viranomaisen tarkastelun kohteeksi viranomaisen pyrkiessä yksittäistapauksessa selvittämään sitä, kenellä oli sisäpiirintietoa ja ketkä kyseisenä ajankohtana tekivät arvopaperikauppoja. Tutkinnassa on yleensä alkuvaiheessa kyse rutiininomaisesta tietojen keruusta ilman, että on mitään konkreettisia epäilyksiä kenenkään suhteen. Tarkoituksena on selvittää, onko kukaan sisäpiirintiedosta tietoinen hyödyntänyt saamaansa tietoa.

---

[955] FSMA 170(5) §:n mukaan mikään ei estä FSA:ta nimittämästä tutkijaksi henkilöä, joka on sen työntekijä. FSA:n lisäksi myös kauppa- ja teollisuusministeri (the secretary of state, the department of trade and industry) voi nimetä tutkijan.

[956] SEC:tä vastaava johdannaismarkkinoita valvova viranomainen on the Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

[957] Tutkimuksessa noudatettavia menettelytapoja säätelee SEC:n antama määräys "Rules Relating to Investigations" (RRI), 17 C.F.R. Pt. 203.

SEC:n suhtautumista sisäpiiririkoksiin kuvaa sen entisen puheenjohtajan Richard Breeden kuuluisa lausahdus: "People who engage in insider trading should be left naked, homeless and without wheels".

[958] Ks. Lauriala: Kontrolli, riski ja informaatio, s. 37, joka toteaa SEC:n aseman olevan suhteellisen vahva verrattuna Rataan.

[959] Ks. www.sec.gov.

Ks. SEA 21 § (Investigations, Injunctions and Prosecution of Offenses), SEA 21B § (Civil Remedies In Administrative Proceedings), SEA 22 § (Hearings by Commission).

1.2.1 Hankekohtaiset sisäpiiriläiset

Puhuttaessa hankekohtaisista (tai tilapäisistä) sisäpiiriläisistä ja hankekohtaisista sisäpiirirekistereistä tarkoitetaan niillä eri asioita kuin AML:n mukaisilla ilmoitusvelvollisilla eli niin sanotuilla lakimääräisillä sisäpiiriläisillä ja AML:n määrittämällä sisäpiirirekisterillä. AML:n mukaisilla ilmoitusvelvollisilla tarkoitetaan muun muassa liikkeeseenlaskijan tai sijoituspalveluyrityksen hallituksen jäseniä ja toimitusjohtajaa, joiden on asemansa vuoksi ilmoitettava osakeomistuksensa joko kokonaan tai osaksi julkisiin sisäpiirirekistereihin.[960] Tähän ryhmään kuuluvia henkilöitä kutsutaan myös pysyviksi sisäpiiriläisiksi riippumatta siitä, onko heillä hallussaan sisäpiirintietoa vai ei.

RL:n sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen mukaisia sisäpiiriläisiä taas ovat kaikki ne henkilöt, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa haltuunsa riippumatta siitä, minkälainen yhteys heillä on itse sisäpiirintiedon alkulähteeseen tai mistä he ovat kyseisen tiedon saaneet. Säännöksen mukaan kuka tahansa, joka käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen arvopaperikaupassa, syyllistyy sisäpiirintiedon väärinkäyttöön.

Hankekohtaisia sisäpiiriläisiä ovat kaikki sellaiset henkilöt, joille on kerrottu sisäpiirintietoa jostain tietystä yksittäisestä arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavasta tapahtumasta kuten esimerkiksi merkittävän yrityskaupan valmistelusta. Tällaisia henkilöitä ovat tyypillisesti yrityskaupan suunnitteluun ja valmisteluun osallistuvat yhtiön omat työntekijät, heidän neuvonantajinaan toimivat konsultit, asianajajat sekä investointipankkiirit mutta myös kuka tahansa muu henkilö, jolle asiasta on kerrottu tai joka on siitä saanut tietää tehtäviensä hoitamiseksi.[961]

AML:n mukaiset ilmoitusvelvolliset eivät yleensä automaattisesti tule hankekohtaisiksi sisäpiiriläisiksi asemansa perusteella, vaan heidän on samalla tavalla kuin muidenkin oltava tosiasiallisesti tietoisia kyseisestä tapahtumasta. Tosin ilmoitusvelvolliset usein ovat myös hankekohtaisia sisäpiiriläisiä, koska merkittäviä hankkeita tuskin voidaan valmistella ilman, että yhtiön ylintä johtoa olisi hallitusta myöten ainakin jossain vaiheessa informoitu asiasta. Hankekohtaisuus on siis kertaluonteista sisäpiiriläisyyttä. Kaikkia hankkeessa mukana olevia koskee myös RL:n säännös sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Hankekohtaista sisäpiiriläisyyttä tai hankekohtaisia sisäpiirirekistereitä ei ole säädelty laissa tai missään viranomaismääräyksissä vaan ainoastaan pörssin sisäpiiriohjeessa.

> Luottamuksellisen tiedon käsittelyyn osalta Norjan arvopaperikauppalain 2-2 §:n kolmannessa kappaleessa säädetään siitä, että liikkeeseenlaskijan on pidettävä listoja sellaisista henkilöistä, jotka saavat sisäpiirintietoa yhtiöltä ja

---

[960] Ks. sisäpiirirekisteristä ja ilmoitusvelvollisista enemmän luvussa VI 2.
[961] Ks. hankekohtaisista sisäpiirirekistereistä enemmän luvussa VI 1.3.2.

jotka eivät ole yhtiön työntekijöitä tai toimihenkilöitä[962]. Jos kyseinen sisäpiirintieto on pörssilain mukaan toimitettava pörssille, liitetään mainittu lista siihen mukaan. Samalla lista on toimitettava myös KT:lle. Liikkeeseenlaskijan on säilytettävä listoja vähintään kymmenen vuotta. Säännöksen tahallisesta tai huolimattomasta rikkomisesta voidaan tuomita sakkoihin tai vankeuteen enintään vuodeksi.

Saksassa arvopaperikauppalain 16(4) §:ssä on BaFin:lle annettu oikeus vaatia liikkeeseenlaskijoita ja luonnollisia henkilöitä, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa, toimittamaan sisäpiirintietoon liittyvät yksityiskohdat ja asiaan liittyvät dokumentit sekä tiedot muista henkilöistä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa samasta asiasta. Kyseinen säännös mahdollistaa tarvittavien tietojen keräämisen sen selvittämiseksi, kuinka laajalle sisäpiirintieto on levinnyt ja mitä tietoa kukin henkilö on tosiasiassa saanut haltuunsa eli käytännössä hankekohtaisten sisäpiirirekisterien tekemisen. Säännöksen rikkomisesta voi lain 39(4) §:n mukaan seurata sakkoa enimmillään 50 000 euroa.

1.2.2 Sisäpiiriläisten lähipiiri

Ilmoitusvelvollinen, jonka kaupat ovat julkisia ja kaikkien nähtävillä, tuskin hyödyntää sisäpiirintietoa omalla nimellään, jos vain voi sen välttää. Tästä johtuen sisäpiiritutkinta laajentuu tavallisesti ilmoitusvelvollisten ja hankekohtaisten sisäpiiriläisten ulkopuolelle.

Lähin piiri sisäpiiriläisen ympärillä ovat perheenjäsenet ja muut sukulaiset. Sisäpiiritutkinnassa on rutiininomaista selvittää hankekohtaisessa sisäpiirirekisterissä olevien henkilöiden läheiset väestörekisteritietojen avulla ja tarkistaa minkälaista kaupankäyntiä nämä ovat harjoittaneet sisäpiirintietoon liittyvän yhtiön arvopapereilla. Läheisten luetteloon voidaan ottaa mukaan sisäpiiriläisen vanhemmat, lapset, sisarukset ja puoliso. Käytännössä tärkeimmiksi tarkistettaviksi henkilöiksi muodostuvat sisäpiiriläisen kanssa samassa taloudessa asuvat henkilöt.

Sukulaisuuden osalta on tutkittavien henkilöiden piiriä käytännössä pakko rajata, koska ongelmat näytön suhteen tulevat sitä vaikeammaksi, mitä kaukaisemmista sukulaisista on kyse. Vaikka suhteellisen usein sisäpiiritutkinnassa on havaittu sisäpiiriläisten läheisten tehneen osakekauppoja arveluttavana aikana, ei pelkkä sukulaisuussuhde yksistään riitä näytöksi vaan sen lisäksi on oltava jotain muutakin näyttöä[963]. Läheisen ihmisen käyttäminen bulvaanina on myös kohtalaisen helppoa[964].

---

[962] Lain 2–2 §:n ensimmäisessä kappaleessa edellytetään sisäpiirintietoa käsiteltävän sellaisella huolella, ettei se tarpeettomasti leviä ulkopuolisten käsiin.

[963] Ks. Syyttämättäjättämispäätökset nrot 104/94, 105/94, 36/98, 37/98, 00/20, 00/21, 00/1035, 00/1037, 01/753 ja 01/756.

[964] Ks. Syyttämättäjättämispäätökset nrot 8/99 ja 9/99. Meklari kävi johdannaiskauppaa läheisensä tilin avulla. Tapauksessa ei ollut kyse sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, vaan silloin voimassa

Jos sopivasti ajoitettuja sukulaisten toteuttamia kauppoja tulee useasti esille, on huomattavasti todennäköisempää, että syyttäjä saattaa nostaa syytteen. Kenenkään sisäpiiriläisen läheisten tekemät arvopaperikaupat eivät sattumalta voi toistuvasti osua ajankohtiin, jolloin kyseisellä sisäpiiriläisellä oli hallussaan sisäpiirintietoa. Yksittäistapauksessa lisänäyttönä saattaa kelvata esimerkiksi sellainen tilanne, jossa aviomies, jolla oli hallussaan sisäpiirintietoa, oli mukana avaamassa vaimolleen arvo-osuustiliä samana päivänä, kun kaupat tehtiin vaimon tilille. Todellinen tilanne on tuskin milloinkaan niin yksinkertainen, että arvioitavana olisi vain yksi todiste ja sen näyttöarvo. Kun saman asian puolesta puhuu useita todisteita, pidetään jo arkiajattelun mukaan luonnollisena, että niiden yhteinen todistusvoima on korkeampi kuin kunkin todisteen näyttöarvo yksinään.[965]

Seuraava vaihe laajennettaessa tutkintaa on sisäpiiriläisten lähiyhtiöiden tarkastelu. Ilmoitusvelvollisten osalta lähiyhtiöt löytyvät pääosin sisäpiirirekisteristä, jonne ilmoitusvelvollisen on ilmoitettava kaikki määräys- ja vaikutusvaltayhteisönsä. Hankekohtaisessa sisäpiirirekisterissä on kuitenkin paljon sellaisia henkilöitä, jotka eivät ole ilmoitusvelvollisia, joten heidän osaltaan vaikutusvaltayhteisöjä on etsittävä esimerkiksi asiakastietorekisteristä ja kaupparekisteristä. Henkilöiden omistustietoja eri yhtiöistä löytyy asiakastietorekisteristä vain sattumanvaraisesti, joten parhaiten niitä koskevia tietoja olisikin saatavissa verottajalta.[966]

Kaikkien edellä mainittujen henkilöiden ja yhtiöiden nimet voidaan lopuksi tallentaa samaan tietokantaan hankekohtaisten sisäpiiriläisten yhteyteen ja automaattisesti vertailla, onko kukaan heistä käynyt kauppaa tutkittavana ajanjaksona. Vaikka tällä tavalla kerätty henkilö- ja yhteisöjoukko voi muodostua hyvinkin laajaksi, on kyse kuitenkin tiedoista, jotka on saatavilla virallisista rekistereistä. Vaikeammin selvitettävä tilanne muodostuu silloin, kun tietoa on annettu sellaiselle tuttavalle, jota ei voida yhdistää sisäpiiriläiseen mainittujen rekisterien avulla.

---

olleen johdannaiskaupankäynnin kiellon kiertämisestä. Syyttäjän päätös perustui RVA 3 §:n 2 momenttiin eli lievemmän lain periaatteeseen (nyk. RL 3:2.2).

[965] Ks. Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 99–114. Todistusharkinnassa tarvitaan sekä kokonaisvaltaista että erittelevää tarkastelutapaa. Kutakin tosiseikkaa tulisi tarkastella ja arvioida myös erillään muusta aineistosta eli irrallaan aineiston kokonaisvaltaisesta selitysmallista. On siis kysyttävä, olisiko tosiseikan esiintymiselle löydettävissä parempi selitys kuin kokonaisvaltaisen selitysmallin tarjoama.

Ks. samasta myös Klami – Rahikainen – Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 43–44.

[966] Ks. Nuutila: Rikosoikeus (Rikokset julkista taloutta vastaan), s. 998. Viime vuosina verohallinnolle on annettu lupa luovuttaa tietojaan muille valvontaviranomaisille.

1.2.3 Hallintarekisterit

Sisäpiiritutkinnassa kaupankäynnin osapuolia selvitettäessä pyydetään toistuvasti tietoja hallintarekisterien taustalla olevista arvo-osuuden omistajista. Helsingin Pörssin kaupankäynnistä yleisesti ottaen noin puolet tapahtuu ulkomaalaisten toimesta. Ulkomaalaiset eivät normaalisti avaa omalla nimellään arvo-osuustilejä Suomeen vaan toimivat hallintarekisterin suojassa. Tutkinnan kannalta hallintarekisterit itsessään eivät muodostu ongelmaksi, mutta niihin liittyväksi haittapuoleksi voidaan eittämättä lukea niiden aiheuttamat lisätyövaiheet ja siitä johtuva tutkinnan oleellinen hidastuminen. Tutkintaa nopeuttaisi esimerkiksi tietojen saaminen aina suoraan etävälittäjiltä ilman virka-apupyyntöjä kyseisen maan viranomaisille.

Kun arvo-osuus on kirjattu arvo-osuustileistä annetun lain (827/1991) 5 a §:ssä tarkoitetulle omaisuudenhoitotilille tai 16 §:ssä tarkoitetulle kaupintatilille, omistajaluetteloon on omistajan sijasta merkittävä hallintarekisteröinnin hoitaja. Tähän luetteloon voidaan merkitä hallintarekisteröinnin hoitaja omistajan sijasta aina, kun arvo-osuuden omistaja on ulkomaalainen henkilö tai yhteisö. Suomalaiset eivät siten saa hallintarekisteröidä omistuksiaan. Ratan määräyksen mukaan kaikilta ilmoitusvelvollisilta, ulkomaalaiset mukaan luettuna, on niin ikään ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvien arvopaperien omistusten hallintarekisteröinti kielletty.[967]

Arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain (826/1991) 28 §:n 3 momentin mukaan hallintarekisteröinnin hoitaja on pyynnöstä velvollinen ilmoittamaan Ratalle arvo-osuuksien todellisen omistajan nimen ja tämän arvo-osuuksien määrän, jos ne ovat sillä tiedossa. Jos arvo-osuuksien todellisen omistajan nimi ei ole tiedossa, hallintarekisteröinnin hoitaja on velvollinen ilmoittamaan vastaavat tiedot omistajan puolesta toimivasta asiamiehestä sekä tämän antaman kirjallisen vakuutuksen siitä, ettei arvo-osuuksien todellinen omistaja ole suomalainen henkilö.

Tiedot kotimaisista ja ulkomaisista toimeksiantajista ja loppuasiakkaista saadaan selville yhtä nopeasti niissä tapauksissa, joissa hallintarekisteröinnin hoitajalla on tiedossa lopullisen ulkomaalaisen omistajan nimi. Yleensä näin ei kuitenkaan ole, vaan hallintarekisteröinnin hoitajalta saadaan vain tilinhaltijan tiedot. Nämä ovat usein ulkomaisia arvopaperinvälittäjiä, eikä heitä voida velvoittaa antamaan tietoja asiakkaistaan Suomen lain perusteella. Tutkinnan tässä vaiheessa onkin monesti lähetettävä virka-apupyyntöjä ulkomaisille rahoitusvalvontaviranomaisille, joita pyydetään selvittämään kyseisessä maassa toimivien arvopaperinvälittäjien asiakkaiden tiedot. Joskus tutkittavat ketjut voivat

---

[967] VM 14/2002, s. 83. Omaisuudenhoitotili merkitsee poikkeusta AOTL 2 §:n vaatimuksesta, jonka mukaan arvo-osuudet on aina kirjattava omistajan arvo-osuustilille (s. 60).
Ks. myös Rata 201.5 kohta 5.

jatkua vielä tästä eteenpäin ja siten edellyttää lisää virka-apupyyntöjä muiden maiden viranomaisille. Loppuasiakkaan etsiminen moniportaisen ketjun takaa voi olla jopa merkki siitä, että kyseessä on yritys häivyttää todellisen omistajan jäljet. Näissä tapauksissa ketju todennäköisimmin päättyy johonkin tunnettuun veroparatiisiin.[968]

Ennen virka-apupyyntöihin ryhtymistä joudutaan harkitsemaan sitä, kannattaako tutkintaa laajentaa ulkomaille vai ei. Vaikka kyse ei olekaan mistään varsinaisesta kustannus-hyöty -vertailusta, on yleensä pyrittävä ennakoimaan, mitä tuloksia virka-avulta on odotettavissa jo tehdyn tutkinnan valossa sekä kuinka huomattavista taloudellisista arvoista on kysymys. Kaikissa tapauksissa ei kannata ulottaa tutkintaa ulkomaille yksinkertaisesti siitä syystä, että ulkomaiset viranomaiset tukehtuvat muualta tulleisiin pyyntöihin. Esimerkiksi Yhdysvaltojen (SEC) ja Yhdistyneen kuningaskunnan (FSA) arvopaperimarkkinoita valvovat viranomaiset saavat satoja avunpyyntöjä eri puolilta maailmaa johtuen New Yorkin ja Lontoon pörssien suuresta merkityksestä arvopaperimaailmassa. Tämän vuoksi myös vastauksen saaminen kestää useissa tapauksissa suhteellisen kauan. Vertailun vuoksi voidaan todeta, että Suomi saa vain muutamia virka-apupyyntöjä vuosittain[969].

Vaikka hallintarekisteröinti onkin tällä hetkellä suomalaisilta kielletty, on hyvin mahdollista, että tulevaisuudessa suomalaiset saavat hallintarekisteröidä omistuksena aivan samalla lailla kuin ulkomaalaisetkin.[970] Se ei sinällään ole vaarallista, jos viranomaisten tietojensaanti on muuten turvattu. Nykyäänkin voi kuka tahansa henkilö perustaa ulkomaille yhtiön, joka saa käydä arvopaperikauppaa ulkomaisen välittäjän kautta ilman omaa arvo-osuustiliä Suomessa eli toisin sanoen käydä laillisesti kauppaa hallintarekisterin suojassa. Näissä tapauksissa arvo-osuuden omistaja on ulkomainen

---

[968] Ks. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 281, jonka mukaan bulvaanina muodollisessa vastuuasemassa toimimista esiintyy käytännössä lähes ammattimaisena, talousrikollisuutta merkittävästi edistävänä toimintana.

Ks. McLucas–DeTore–Colachis: SEC Enforcement, s. 801, jotka toteavat sisäpiirintiedon väärinkäytön olleen keskeisessä asemassa Wall Streetin -80 luvun skandaaleissa. Ks. niistä esim. Michael Milken and Associates Securities Litigation, 150 F.R.D. 57 S.D.N.Y. (1993), SEC v. Dennis Levine, Civil Action No. 86 Civ. 3726 S.D.N.Y. (1986) sekä SEC v. Ivan Boesky, Civil Action No. 86 Civ. 8767 S.D.N.Y. (1986), jotka tapaukset liittyivät investointipankkiirien ja muiden markkinoiden ammattilaisten sisäpiiririnkeihin ja joissa sisäpiirikauppojen tekemiseen käytettiin muun muassa veroparatiisiyhtiöitä. Sovitteluratkaisuissa vahvistettiin Milkenin maksettavaksi (Milken Global Settlement) $1.3 miljardin ($1.3 billion settlement fund), Levinen maksettavaksi $12.6 miljoonan ja Boeskyn maksettavaksi $100 miljoonan korvaukset.

Ks. myös McLaughlin–Macfarlane: United States (Insider Trading), s. 312. Milken tuomittiin lisäksi 10 vuoden, Levine 2 vuoden ja Boesky 3 vuoden vankeusrangaistuksiin.

[969] Suomeen tulee virka-apupyyntöjä lähinnä Pohjoismaista ja Saksasta.

[970] Ks. VM 14/2002, s. 89. Komission antaman selvitystoimintaa koskevan tiedonannon perusteella on arvioitavissa, että EU:ssa saattaa tulla valmisteltavaksi arvopapereita koskeva yhtenäinen oikeudellinen säännöstö. Tämän vuoksi työryhmä ei tässä vaiheessa ehdota, että arvo-osuuksien hallintarekisteröintiä tai omaisuudenhoitotilin käyttöä laajennetaan nykyisestä.

yhtiö, jolloin omistajaluetteloon omistajan sijasta merkitään hallintarekisteröinnin hoitaja. Jos on kyse ilmoitusvelvollisesta, ei tällaisten ulkomaisten määräysvaltayhteisöjen omistuksia saa kuitenkaan hallintarekisteröidä. Todellisuudessa ei ole mahdollista tutkia kaikkia hallintarekisterien takana olevia kauppoja loppuasiakkaan selville saamiseksi, koska kaikesta Suomessa tapahtuvasta kaupankäynnistä noin puolet tapahtuu hallintarekisterin suojassa.[971]

Kaupintatilit

Arvo-osuustileistä annetun lain 5 a §:n mukaan ulkomaalaisen henkilön tai yhteisön omistamat arvo-osuudet saadaan kirjata erityiselle arvo-osuustilille (omaisuudenhoitotili), jota tilinhaltija toimeksiannon nojalla hallitsee toisen lukuun. Tililtä on tällöin käytävä ilmi omistajan sijasta tiedot tilinhaltijasta ja että kysymyksessä on omaisuudenhoitotili. Saman lain 16 §:n mukaan arvopaperikeskuksen, keskuspankin, tilinhoitajayhteisön, selvitysyhteisön ja selvitysosapuolen tai niiden asiakkaiden arvo-osuudet voidaan kirjata arvopaperikeskuksen säännöissä tarkemmin määrätyllä tavalla erityiselle arvo-osuustilille (kaupintatili) selvitysyhteisön toiminnan järjestämiseksi.

Kaupintatilejä käytetään apuna arvopaperikaupan selvityksessä. Arvo-osuustileistä annetun lain 16 §:n mukaisen kaupintatilin käyttöä ei ole rajattu koskemaan ainoastaan ulkomaalaisten omistamia arvo-osuuksia kuten lain 5a §:n mukaisen omaisuudenhoitotilin käyttö. Kaupintatilille voidaan kirjata myös suomalaisten omistamia arvo-osuuksia siten kuin arvopaperikeskuksen säännöissä tarkemmin määrätään. Kaupintatilit muodostavat poikkeuksen suomalaisten omistamien arvo-osuuksien hallintarekisteröintikiellosta, sillä arvo-osuusjärjestelmästä annetun lain 28 §:n mukaan kaupintatilille kirjatut arvo-osuudet on hallintarekisteröitävä.[972]

Rata ei ole hyväksynyt kaupintatilien käyttöä kotimaisten asiakkaiden käteiskaupankäynnissä tapahtuvien toimeksiantojen toteutuksessa, koska se huomattavasti vaikeuttaisi sisäpiirikaupankäynnin valvontaa. Kotimaisten asiakkaiden osakekaupat kirjataan suoraan asiakkaan arvo-osuustilille sitä mukaan kuin ne on selvitetty. Koska suomalaiset eivät saa hallintarekisteröidä omistuksiaan, Rata voi seurata ja valvoa suomalaisten sijoittajien omistusten muutoksia SIRE-järjestelmästä. Jos kaupintatilin käyttö sallittaisiin, olisi nämä tiedot hankittava erikseen jokaisen arvopaperinvälittäjän pitämästä reskontrasta. Tämä taas olisi omiaan merkittävästi hidastamaan Ratan suorittamaa sisäpiirikaupankäynnin valvontaa, ellei sitten tilalle olisi mahdollista saada jotain muuta järjestelyä, jossa nämä tiedot tulisivat sähköisesti Ratalle esimerkiksi välittäjien

---

[971] Ks. Niemeyer: Where to Go after the Lamfalussy Report, s. 37. Kansainvälinen ympäristö aiheuttaa sen, että sisäpiiriläisillä on suuret mahdollisuudet käydä kauppaa ulkomaisten välittäjien kautta ja siten paeta kotimaansa valvontaa.

[972] VM 14/2002, s. 84.

front- tai backofficesta. Kaupintatilien käytön estäminen kotimaisilta asiakkailta ei siten ole ehdoton edellytys sisäpiirivalvonnalle, vaan kyse on lähinnä siitä, että ennen kuin kaupintatilin käyttö sallitaan kaikille, pitää viranomaisen tietojensaannin sujuvuus turvata siten, että se säilyy ainakin yhtä hyvänä kuin se on tällä hetkellä.[973]

Koska ulkomaalaisten asiakkaiden osakeomistukset on pääosin hallintarekisteröity, kaupintatilien käyttö ei ulkomaalaisten tekemissä osakekaupoissa käytännössä vaikuta mitenkään Ratan tiedonsaantimahdollisuuksiin. Myöskään johdannaissopimusten toteutuksessa kaupintatilien käytöllä ei ole merkitystä sisäpiirikaupankäynnin valvontaan, koska johdannaiset eivät ole arvo-osuusjärjestelmässä SIRE-rekisterin hyödynnettävissä.

1.3 TUTKINTAMENETELMÄT JA -VALTUUDET

1.3.1 Arvopaperimarkkinoiden päivittäinen seuranta

Arvopaperimarkkinoiden päivittäinen seuranta on yksi keskeisimmistä toiminnoista sisäpiirivalvonnassa.[974] Sisäpiirintiedon väärinkäytöstapaukset ovat tulleet pääsääntöisesti esille Ratan omien valvontatoimien yhteydessä[975]. Päivittäisessä seurannassa kiinnitetään erityistä huomiota liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden toteutumiseen. Vaikka tiedonantovelvollisuuden rikkominen onkin oma rikoksensa, sillä on samalla tärkeä merkitys sisäpiiritutkinnan aloittamisessa[976].

Liikkeeseenlaskijoiden on aina tiedotettava kaikki sellaiset päätöksensä sekä toimintaansa koskevat seikat, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Pörssiyhtiöiden lukumäärästä johtuen tiedotteita julkistetaan suhteellisen paljon. Näistä tiedotteista Rata pyrkii poimimaan tutkintaan kaikki merkittävimmät uutiset, joilla on tai voidaan arvioida olevan suuri vaikutus markkinoilla. Mitään erillistä rikosepäilyä ei yleensä tässä vaiheessa ole. Rajattujen resurssien johdosta ei kaikkia merkittäviä tiedotteita voida luonnollisestikaan ottaa tarkempaan tutkintaan, ainakaan välittömästi. Yleisimmin lisäselvi-

---

[973] VM 14/2002, s. 84.

[974] Ks. Larsson: Hunting Ghosts, s. 69. Ensimmäinen ongelma sisäpiiririkosten kohdalla on niiden havaitseminen.

[975] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 80. Ruotsin sisäpiiritutkimuksista saa alkunsa 41.9 % FI:n omasta toimesta, 44.1 % markkinapaikkojen aloitteesta, 11.8 % vihjeistä ja 2.2 % muualta.

Ks. www.cob.fr/reports and publications, Les Entretiens de la COB 2001-Round Table No. 2-Ensuring effective surveillance and enfocement (20.11.2001), s. 1. Ranskassa COB:n päivittäisestä valvonnasta saa alkunsa 50 % kaikista tutkimuksista.

[976] Ks. RL 51:5, arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos.

tysten kohteeksi ovat joutuneet sellaiset tiedotteet, joissa kerrotaan suurista yrityskaupoista, fuusioista, julkisista ostotarjouksista tai muista vastaavista järjestelyistä sekä yhtiöiden antamista tulosvaroituksista.[977]

Tiedotteiden lisäksi Ratassa seurataan myös markkinoiden yleistä kehitystä sekä kaupankäyntiä yksittäisten yhtiöiden arvopapereilla. Tällöin huomion kohteena ovat ennen kaikkea yhtiön tai yhtiöiden osakkeiden kurssi- ja volyymimuutokset. Tarkoituksena on kyetä havaitsemaan kaikki äkilliset tai huomattavat muutokset, jotka voivat viestiä mahdollisesta sisäpiirikaupankäynnistä.[978] Käytännössä tällaisen huomattavan muutoksen tullessa ilmi pyritään sille löytämään välittömästi hyväksyttävä selitys, ja jos tällaista selitystä ei löydy, asia voidaan ottaa tarkempaan ja pitempiaikaiseen seurantaan. Jos kelvollinen selitys on kurssimuutoksen jälkeinen tapahtuma, on se omiaan herättämään epäilyksiä sisäpiirintiedon käyttämisestä.

Tällaisissa tapauksissa lähtökohtaolettamus tutkinnan alkuvaiheessa on, että tiedotetta edeltäneet muutokset osakkeen kurssissa tai volyymissa ovat saattaneet ennakoida tulevan tiedotteen sisältöä, eli muutosten epäillään kertovan sisäpiirin kaupankäynnistä. Joku tai jotkut ovat olleet etukäteen tietoisia tulevan tiedotteen sisällöstä ja ryhtyneet sen tiedon perusteella aktiiviseen kaupankäyntiin ja saaneet siten kurssin liikkumaan normaalia enemmän ilman, että sillä hetkellä asialle olisi mitään ulospäin näkyvää syytä. Joissain tapauksissa tilanne voi kuitenkin olla myös sellainen, että sama asia tulee uudelleen esille vasta kuukausien päästä kurssimuutoksesta, kun kyseessä oleva yhtiö antaa merkittävän tiedotteen. Tällöin voi tutkinnassa käydä ilmi, että tiedotteen mainitseman asian valmistelu aloitettiin juuri hieman ennen kuin yhtiön osakkeen kurssissa tapahtuivat mainitut äkilliset ja selittämättömät muutokset.

Teknisiä apuvälineitä tarvitaan käytännössä markkinoiden päivittäiseen seurantaan ja analysointiin erilaisten poikkeamien löytämiseksi. Teknisillä keinoilla voidaan analysoida erilaisia kuvioita, jotka saattavat heijastaa laitonta kaupankäyntiä. Näistä teknisistä apuvälineistä huolimatta sattumalla on yhä merkittävä rooli tutkinnassa ja jutun menestyminen riippuu usein siitä, saadaanko joku asiasta tietoinen puhumaan.[979]

Teknistä valvontaa vaikeuttaa se, että ei ole olemassa mitään selkeitä yleispäteviä kriteereitä, joiden avulla voitaisiin asettaa kaikkia yhtiöitä koskevia samanlaisia hälytysrajoja, jotka ilmoittaisivat *epänormaalista* kurssi- tai volyymivaihtelusta. Periaatteessa seurannan on tapahduttava lähes yhtiökohtaisesti,

---

[977] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 165. Ruotsin FI:n suurimman kiinnostuksen kohteena ovat olleet ostotarjouksiin liittyvät sisäpiirintiedot.

[978] Ks. Foster: Insider Trading Investigations, s. 6. Epäilyttävien kauppojen tunnistaminen on "osaksi taidetta, osaksi tiedettä". Epäilyttävinä kauppoina pidetään rutiininomaisesti esimerkiksi suuria kauppoja sekä sellaisia kauppoja, jotka tapahtuvat juuri ennen olennaisia kurssimuutoksia.

[979] Reichman: Insider Trading, s. 84.

kuitenkin vähintään toimialakohtaisesti. Aiemmin pääsääntönä on voinut pitää esimerkiksi sitä, että yli 10 % selittämättömien kurssimuutosten on tullut aina herättää valvojien mielenkiinto. Nykyään mainittu 10 %:n pääsääntö on paljolti menettänyt merkitystään erityisesti Internet-, tietoliikenne- ja muiden teknologiayhtiöiden osalta. Toisaalta taas perinteisillä aloilla toimivien yhtiöiden osalta pienempikin kurssimuutos voi aiheuttaa mielenkiinnon heräämisen. Kaupankäyntivolyymien osalta tarkasteluun vaikuttaa osakkeen pidempiaikainen keskimääräinen päivävaihto. Koska myös markkinapsykologia tuo oman lisänsä tähän toimintaan, on markkinoita valvovien tahojen tarpeen tullen syytä kysyä myös markkinoilla toimivien ammattilaisten kuten meklarien, analyytikoiden ja omaisuudenhoitajien sekä tarvittaessa myös yhtiön itsensä mielipidettä tapahtumiin.

Päivittäinen markkinoiden seuranta sisältää myös tiedotusvälineiden seurannan. Ratassa on ollut tapauksia, joissa tutkinta on aloitettu sanomalehdessä olleen uutisen johdosta. Erityisen mielenkiintoisia tietoja valvonnan kannalta saattavat olla ilmiannot ja vihjeet epäillyistä väärinkäytöksistä[980]. Mitä yksilöidympi vihje, sitä paremmat mahdollisuudet asialla on edistyä myöhemmässä tutkinnassa.[981] Luonnollista on, että Ratalla on valvontayhteistyötä markkinapaikkana toimivan Helsingin Pörssin kanssa. Sisäpiiritutkinta ja valvonta ovat kuitenkin pääasiassa Ratan tehtävänä ja pörssi on enemmän keskittynyt yhtiöiden tiedonantovelvollisuuden valvontaan.[982]

> Ruotsin pörssi- ja selvitystoimintaa koskevassa laissa[983] on määrätty pörssin velvollisuudesta valvoa kaupankäyntiä ja kurssinmuodostusta pörssissä sekä varmistaa, että kaupankäynti tapahtuu lain, muiden säännösten ja hyvän tavan mukaisesti. Lain antaman valtuutuksen perusteella FI on antanut määräyksen[984] markkinavalvonnasta pörsseissä, auktorisoiduilla markkinapaikoilla ja sijoituspalveluyhteisöissä. Määräyksen mukaan pörssien ja auktorisoitujen markkinapaikkojen on järjestettävä markkinavalvontansa siten, että epäillyt sisäpiiri- ja kurssimanipulaatiotapaukset tai muutoin hyvän tavan

---

[980] Ulkomailla tapahtuneista sisäpiiririkoksista on vihjeestä alkunsa saanut esimerkiksi Ruotsin suurin sisäpiiririkostutkimus, joka päättyi seitsemän ihmisen saamiin tuomioihin Ruotsissa ja viiden ihmisen rangaistuksiin USA:ssa. Ks. Stockholms Tingsrätt, Rotel 1201 Avd 12, Mål nr B 1432–99 (25.1.2001) ja SEC v. Göran Heden et al., Civil Action No. 99 Civ. 1418 S.D.N.Y (1999).

[981] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 157. Ruotsin FI:lle tulleet vihjeet epäillyistä sisäpiiririkoksista eivät ole johtaneet yhtään suuremmassa määrin rikosilmoituksiin kuin muutkaan tapaukset. Vihjeet kuitenkin tutkitaan usein nopeammin kuin muut asiat.

[982] AML 3:6:n 1 momentin 1) kohdan mukaan arvopaperipörssin on muun muassa huolehdittava riittävän ja luotettavan valvonnan järjestämisestä arvopaperipörssin toiminnasta annettujen säännösten ja määräysten, arvopaperipörssin sääntöjen ja hyvän tavan noudattamisen turvaamiseksi arvopaperipörssin piirissä.

[983] Lag om börs- och clearingverksamhet.

[984] FI: 1998:17.

vastainen kaupankäynti voidaan havaita ja selvittää. Epäillyistä väärinkäytöksistä täytyy antaa pikaisesti selvitys FI:lle.

Niissä tapauksissa, joissa norjalaisella pörssillä tai auktorisoidulla markkinapaikalla on perusteita epäillä, että kaupankäynnin osapuoli on syyllistynyt hyvän tavan vastaiseen tai sopimattomaan menettelyyn[985] taikka muuten rikkonut arvopaperikauppalain säännöksiä, on sen ilmoitettava asiasta KT:lle (12–1 §).

Tanskan arvopaperikauppalain 11 §:n mukaan pörssien, auktorisoitujen markkinapaikkojen, arvopaperinvälittäjien, selvitysyhteisöjen ja arvopaperikeskusten on informoitava FT:ä tai FR:a, jos ne saavat tietoonsa tai epäilevät jonkun rikkoneen tätä lakia, sen nojalla annettuja määräyksiä taikka törkeästi tai toistuvasti rikkovan vastoin jonkun edellä mainitun yhteisön antamia sääntöjä. Jos rikkomuksia havaitaan tapahtuneen, FT tai FR päättävät, onko asia syytä saattaa edelleen poliisin tutkittavaksi mahdollista syytteen nostamista varten.

1.3.2 Varsinainen sisäpiiritutkinta

Arvopaperimarkkinoiden päivittäisessä seurannassa pyritään löytämään tapauksia tarkempaa tutkintaa varten. Tästä esikarsinnasta huolimatta varsinaisessa tutkinnassa tapauksia joudutaan vielä priorisoimaan niiden tärkeyden mukaan. Tapauksen tärkeyteen vaikuttaa ensisijaisesti se, kuinka pahasti markkinoita vaarantavasta teosta on kysymys. Merkittävät tapahtumat, jotka ovat kaikkien heti havaittavissa ja ovat siten omiaan selvästi vaarantamaan luottamusta markkinoiden puolueettomuuteen, nousevat yleensä automaattisesti tärkeysjärjestyksessä sellaisten tekojen edelle, jotka ovat vähäisiä ja joista markkinoilla ei välttämättä ole mitään havaintoa. Tällaisia tapauksia ovat usein huomattavat kurssi- tai volyymimuutokset juuri ennen jotain tärkeää tiedotetta. Muita priorisointiin vaikuttavia tekijöitä ovat muun muassa yrityskauppojen ja järjestelyjen koko, mahdollisesti saadun rikoshyödyn suuruus sekä tapaukset, joissa on useita syitä, jotka edellyttäisivät tutkinnan aloittamista.

Rikosten yleisen selvittämisintressin voidaan katsoa vaikuttavan jo tässä alkuvaiheen rutiininomaisessa tutkittavien tapausten priorisoinnissa, vaikka kyse ei vielä ole edes mistään konkreettisista rikosepäilyistä. Selvissä rikosepäilyissä intressin painoarvo luonnollisesti nousee. Myös viranomaisten virkavelvollisuuksia koskevien säännöksien voidaan katsoa vaikuttavan selvittämisintressin kanssa samansuuntaisesti.

Päivittäisestä seurannasta varsinaiseen tutkintaan siirrettyjen tapausten osalta ensimmäinen toimenpide on kartoittaa arvopaperin kaupankäyntimäärien ja kurssin kehitystä pidemmältä ajanjaksolta. Esimerkiksi yksittäisen osakkeen

---

[985] Hyvän tavan vastainen menettely (forbud mot urimelige forretningsmetoder, 2–5 §) on rangaistavaa törkeästi tai toistuvasti tehtynä. Rangaistus on sakkoa tai vankeutta enintään vuosi (14–3 §).

kurssikäyrää voidaan verrata kyseisen toimialan indeksiin sen havaitsemiseksi, milloin yhtiön osake on irtaantunut toimialan yleisestä kehityksestä ilman mitään näkyvää syytä. Kartoituksen tarkoituksena on löytää ne ajankohdat, joihin tulisi kiinnittää erityistä huomiota varsinkin silloin, jos on kyse erittäin likvidistä osakkeesta, jolla on tehty pitkällä ajanjaksolla paljon kauppoja. Vähemmän likvidien arvopaperien osalta on mahdollista käydä tarvittaessa läpi vaikka kaikki kaupat yksitellen.

Toinen keskeinen alkuvaiheen toimenpide on ilmoitusvelvollisten kaupankäyntien selvittäminen SIRE-järjestelmän avulla.[986] SIREllä voidaan nopeasti tarkistaa, ovatko ilmoitusvelvolliset käyneet kauppaa tutkinnan kohteena olevana aikana tai sen läheisyydessä. Yhteistä kaikille edellä mainituille toimenpiteille on, että niiden tekemiseen ei tarvita vielä ulkopuolisia selvityksiä. Tutkimukset on siten mahdollista tehdä huomaamattomasti vähimmän haitan periaatteen mukaisesti ja asettamatta ketään tarpeettomasti epäilyksen alaiseksi. Viimeksi mainittu seikka on sinänsä tärkeä, koska tutkimuksissa on usein kyse sellaisista tilanteista, joissa ei ole selviä epäiltyjä vaan monia epäilyttävään aikaan arvopaperikauppoja tehneitä, joista suurin osa – ei ehkä kukaan – ole syyllistynyt mihinkään.

Epäillyissä sisäpiirintiedon väärinkäytöksissä tutkinnan seuraava vaihe on yleensä pyytää tutkinnan kohteena olevan osakkeen liikkeeseen laskeneelta yhtiöltä hankekohtainen sisäpiirirekisteri. Hankekohtainen sisäpiirirekisteri kertoo kaikkien niiden henkilöiden nimet, jotka ainakin lähtökohtaisesti ovat saaneet etukäteen tietoa tutkinnan kohteena olevasta hankkeesta tai muusta järjestelystä. Samassa yhteydessä Rata usein haluaa myös hankkeen kulusta kertovan kronologisen selvityksen, jonka avulla voidaan määrittää se ajanjakso, jolloin on teoriassa edes ollut mahdollista käyttää sisäpiirintietoa hyväksi. Tapahtumakuvauksen avulla voidaan myös tarkemmin arvioida, milloin tietoa on ollut syytä pitää olennaisesti arvopaperin arvoon vaikuttavana, ellei se ollut sitä jo alusta saakka.[987]

Ratalla on rahoitustarkastuslain 15 §:n perusteella oikeus saada muulta rahoitusmarkkinoilla toimivalta ilman aiheetonta viivytystä valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot ja selvitykset.[988] Käytännössä sisäpiiririkosten tutkinnan yh-

---

[986] SIRE-järjestelmän ylläpitäjä on Suomen Arvopaperikeskus Oy. Jos liikkeeseenlaskijan osakkeet on liitetty arvo-osuusjärjestelmään ja sisäpiirirekisterinpitäjä (yhtiö) on liittynyt SIRE-järjestelmään, saadaan kaikki arvopaperien omistustiedot ja niiden muutokset automaattisesti arvo-osuusjärjestelmästä.

[987] Ks. Foster: Insider Trading Investigations, s. 13. Kronologisen selvityksen pyytäminen sisäpiiritutkimuksissa on rutiininomainen asia myös SEC:llä USA:ssa. Kronologit sisältävät muun muassa nimilistat, osoitteet ja puhelinnumerot. Puhelinnumeroita käytetään yhteystietoina, mutta niitä tarvitaan lisäksi televalvontatietojen vertailua varten.

[988] Rahoitustarkastuslain 6 §:n mukaan muulla rahoitusmarkkinoilla toimivalla tarkoitetaan muun muassa arvopaperin liikkeeseenlaskijaa, meklaria, arvopaperivälittäjän palveluksessa olevaa muuta henkilöä, ilmoitusvelvollista, ostotarjouksen tekijää ja liputusvelvollista.

teydessä liikkeeseenlaskijoilta pyydetään selvityksiä, jotka koskevat jonkin tietyn tapahtuman kulkua ja valmistelua tai liikkeeseenlaskijaa pyydetään antamaan selvitys siitä, miksi se on toiminut tietyllä tavalla tietyssä tilanteessa. Pyydettävät asiakirjat ovat useimmiten hallituksen pöytäkirjoja ja erilaisten johto- tai työryhmien pöytäkirjoja. Ratalla on lisäksi oikeus saada tarkastettavakseen muun rahoitusmarkkinoilla toimivan yhteisön tai säätiön toimipaikassa tehtävänsä suorittamisen kannalta tarpeelliset yhteisöä tai säätiötä koskevat asiakirjat ja muut tallenteet sekä saada niistä tarpeelliset jäljennökset. Tiedonanto- ja asiakirjan esittämisvelvollisuuden tehosteeksi Rata voi asettaa ja tuomita maksettavaksi uhkasakon[989]. Uhkasakon mahdollisuutta ei tosin ole kertaakaan tarvinnut käyttää sisäpiiririkostutkimusten aikana.

Ratan tietojensaantioikeutta ei ole rajattu mihinkään konkreettisiin rikosepäilyihin vaan tilanteisiin, jotka ovat valvonnan kannalta tarpeellisia. Säännöksessä mainitut tahot ovat sellaisia, joille on asetettu erityisiä velvoitteita arvopaperimarkkinalaissa, minkä takia Ratalle on katsottu tarpeelliseksi antaa riittävät tietojensaantivaltuudet lakisääteisten valvontatehtäviensä hoitamiseksi.[990]

> Yhtiöt ovat yleensä halukkaita yhteistyöhön viranomaisen kanssa, jos ei muusta syystä niin ainakin sen johdosta, että viranomaisen yhtiöön kohdistama tutkinta voi muuten aikaansaada tarpeetonta negatiivista julkisuutta. Halukkuuden näyttämisellä pyritään välttämään leimautumista yhteistyökyvyttömäksi, mikä taas saattaisi lisätä viranomaisen epäilyksiä ja johtaa vielä laajempaan, kalliimpaan ja epämiellyttävämpään tutkintaan. Monet yhtiöt noudattavat kuitenkin tietojen antamisessa viranomaiselle niin sanottua minimal compliance -linjaa, mikä tarkoittaa sitä, että viranomaiselle annetaan vain se, mitä pyydetään, vastataan vain niihin kysymyksiin, mitä kysytään eikä anneta mitään ylimääräistä tietoa oma-aloitteisesti.

Rata saa SIREstä minkä tahansa liikkeeseenlaskijan kaikki osakkeiden omistusmuutokset haluamaltaan aikaväliltä eli siis tiedot kaikista loppuasiakkaista lukuun ottamatta hallintarekisterin takana olevia ulkomaalaisia. Ilmoitusvelvollisten ohella Ratan on mahdollista myös katsoa SIREstä kenen tahansa nimetyn henkilön tai yhtiön tutkittavan yhtiön arvo-osuusmuodossa olevien arvopapereiden omistukset, jos halutaan nimenomaisesti selvittää kyseisen henkilön tai yhtiön kaupankäynti tiettynä hetkenä. Nämä toimenpiteet voidaan tehdä ilman

---

[989] Ks. rahoitustarkastuslain 24 §. Uhkasakon tuomitsee maksettavaksi rahoitustarkastuslain 10 §:n 5) kohdan mukaan Ratan johtokunta.

Ks. myös RL 16:8 §, jonka mukaan viranomaiselle oikeudellisesti merkityksellisen totuudenvastaisen *kirjallisen* todistuksen antaja voidaan tuomita väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle sakkoon tai enintään 6 kuukaudeksi vankeuteen.

[990] Ks. HE 175/2002 vp, s. 14 ja 55. Tarkastus- ja tietojensaantioikeuden käyttö on Rahoitustarkastuksen säännöllisen valvontatyön perusedellytys. Ks. myös HE 157/1988 vp, s. 54.

selvityspyyntöjä välittäjille, koska tarvittavat tiedot ovat suoraan Ratan saatavilla.[991] Tutkinnan jatkoa ajatellen SIREn avulla saatuja tietoja käytetään myös turhien epäiltyjen poissulkemiseen, mikä on hyvin sopusoinnussa yleisten esitutkintaperiaatteiden kanssa ja mikä toisaalta on omiaan olennaisesti vähentämään välittäjille lähetettävien selvityspyyntöjen määrää. SIREssä ei kuitenkaan ole tietoja johdannaiskaupoista, joten ne on aina tarkistettava erikseen pyytämällä välittäjiltä myös tutkittavien henkilöiden antamat toimeksiannot johdannaisilla.

Kuten edellä olevasta jo ilmeni, liikkeeseenlaskijoiden ohella Ratan selvityspyyntöjen yleisenä kohteena ovat arvopaperinvälittäjät, joilta voidaan saada arvopaperi- ja johdannaiskauppojen toimeksiantajia koskevat tiedot. Pelkästään SIREstä saatavien tietojen perusteella ei voida tehdä sellaisia suoria johtopäätöksiä, että tutkinnan kohteena oleva arvo-osuustilin haltija, jonka tilille on tehty ostoja ajankohtana, jolloin hänellä oli kyseisiin arvopapereihin liittyvää sisäpiirintietoa, olisi syyllistynyt sisäpiirintiedon väärinkäyttöön. Sisäpiiriläinen ei välttämättä ole itse antanut toimeksiantoja, vaan toimeksiannoista on saattanut huolehtia täysin itsenäisesti omaisuudenhoitaja valtakirjalla[992]. Aina joudutaan kuitenkin ottamaan huomioon myös se seikka, että sisäpiiriläinen on saattanut neuvoa omaisuuttaan hoitavaa henkilöä.

Jos tällaisen normaalin tutkinnan yhteydessä löytyy yksikin kauppa, joka on tehty sellaisena aikana, jolloin henkilöllä oli hallussaan sisäpiirintietoa, voidaan henkilön kaikki kaupat kyseisellä arvopaperilla käydä lävitse viimeisten viiden vuoden ajalta.[993] Tarvittaessa tutkintaa voidaan laajentaa myös henkilön kaikilla muilla arvopapereilla käymiin kauppoihin, joskin tämä riippuu lähinnä siitä, mihin muihin arvopapereihin liittyviin sisäpiirintietoihin kyseisellä henkilöllä on voinut olla mahdollisuus päästä käsiksi[994]. Tutkinnan laajentamisen

---

[991] Ks. VM 14/2002, s. 80–82. Keskeistä SIREssä on se, että tiedot omistusmuutoksista saadaan automaattisesti. SIRE:n toimimisen edellytys on se, että arvopaperipörssissä tehdyt kaupat kirjautuvat kauppaviitteineen omistajakohtaiselle tilille bruttomääräisinä. Sekä moniportaisessa omistajarakenteessa että netottavissa selvitysjärjestelmissä katkeaa yhteys arvopaperikaupan ja arvo-osuustilikirjauksen välillä. Kummatkin muutokset edellyttäisivät sisäpiirivalvonnassa ja -tutkinnassa nykyisin käytettävien menettelytapojen uudistamista.

[992] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje, kohta 6.2. Pysyvällä sisäpiiriläisellä on vastuu kaupankäyntirajoituksen noudattamisesta myös silloin, kun hänen arvopapereidensa hoito on annettu toisen tehtäväksi.
Ks. myös UKLA: The Listing Rules, kohta 16.18 (the Model Code, kohta 11); Rata 201.7, s. 17, täyden valtakirjan omaisuudenhoito.

[993] Viiden vuoden raja johtuu lähinnä siitä, että normaalin tekomuodon vanhenemisaika on viisi vuotta (RL 8:1). Sitä vanhempia tekoja ei voida saattaa syytteeseen. Törkeä tekomuoto 10 vuoden vanhenemisaikoineen tuli lakiin vasta 1.6.1999. Arvo-osuusjärjestelmästä on mahdollista saada kaikki kaupat 1.1.1995 alkaen.

[994] Ks. Hansen: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 287. Vaikka sisäpiirintieto olisikin henkilön saatavilla, voi olla vaikea osoittaa, että hän on tosiasiallisesti saanut kyseisen tiedon haltuunsa.

taustalla on se vanha ajatus, että jos on kerran käyttänyt sisäpiirintietoa hyväksi, on hyvin mahdollista, että on käyttänyt sitä toisenkin kerran[995].

Useiden väärinkäytösepäilyjen kohdistuminen samaan henkilöön on luonnollisesti omiaan vahvistamaan epäilyksiä ja parhaassa tapauksessa monilla tapauksilla yhdessä on myös sellaista todistusvoimaa, jota yksittäisillä tapauksilla ei olisi. Esimerkiksi eräässä Helsingin käräjäoikeuden ratkaisemassa tapauksessa[996] henkilö tuomittiin neljästä erillisestä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Aineellisen edun hankkimistarkoitusta perusteltiin ratkaisussa muun muassa sillä, että henkilö oli kolmena vuonna peräkkäin ajoittanut arvopaperien ostotoimeksiannot tulostietojen julkistamista edeltäviin ajankohtiin. Oikeus ei pitänyt syytetyn väitettä hyötymistarkoituksen puutteesta uskottavana. Väite olisi ehkä voinut olla uskottavampi, jos kyse olisi ollut vain yhdestä yksittäisestä tapauksesta.

> Sijoittajan kokemusta käytetään näytön arvioinnissa yhtenä kriteerinä. Lähtökohtaisesti voitaneen olettaa kokeneen sijoittajan ymmärtävän paremmin sen, milloin hänellä on sisäpiirintietoa hallussaan. Kokeneen sijoittajan on vaikeampi kuin kokemattoman sijoittajan väittää tehokkaasti, ettei hän ymmärtänyt omaavansa tällaista tietoa. Toisaalta myös kokemattomuus sijoittajana voi joissain tapauksissa aiheuttaa epäilyksiä. Näin esimerkiksi silloin, kun henkilö, joka ei aiemmin ole käynyt arvopaperikauppaa lainkaan, on yhtä äkkiä hankkinut osakkeita juuri sellaisena ajankohtana, kun hänen lähipiirissään oli sisäpiirintietoa. Tapauksesta riippuen sekä kokemus että kokemattomuus voivat molemmat toimia epäilyksiä herättävinä tekijöinä. Viime kädessä kyse on kuitenkin kokonaisvaltaisesta arviosta. Tällaisissa tapauksissa saattavat myös epäillyn sosiaalinen tausta ja koulutus olla merkityksellinen tekoa arvioitaessa[997].

Arvopaperinvälittäjien osalta Ratan tarkastus- ja tietojensaantioikeus perustuu rahoitustarkastuslain 15 §:ään,[998] jonka mukaan Ratalla on oikeus saada tarkastettavakseen valvottavan toimipaikassa tehtävänsä suorittamisen kannalta tarpeelliset valvottavaa ja sen asiakasta koskevat asiakirjat ja muut tallenteet sekä saada niistä tarpeelliset jäljennökset. Tämän lisäksi valvottavien on ilman aiheetonta viivytystä toimitettava Ratalle sen pyytämät valvonnan kannalta tarpeelliset tiedot ja selvitykset. Säännöksessä on tietojensaantivaltuudet ulotettu koskemaan myös valvottavan kanssa samaan konserniin tai konsolidointiryh-

---

[995] Ks. esim. Yhdistyneen kuningaskunnan kauppa- ja teollisuusministeriön (Department of Trade and Industry, DTI) tiedote P/2000/256 (6.4.2000). DTI kertoi erään henkilön myöntäneen syyllisyytensä 13 sisäpiirintiedon väärinkäyttötapaukseen (the Criminal Justice Act 1993, 52(1) §), jotka tapahtuivat 29.8.1997 ja 4.12.1998 välisenä aikana.

[996] Helsingin käräjäoikeus Os. 5/11, R 00/869 (30.6.2000).

[997] Ks. Klami–Rahikainen–Sorvettula: Todistusharkinta ja todistustaakka, s. 16.

[998] Ks. HE 175/2002 vp, s. 14 ja 55. Tarkastus- ja tietojensaantioikeudet olivat aiemmin valvottavien osalta rahoitustarkastuslain 11 §:ssä ja liikkeeseenlaskijoiden osalta AML 7:1.2:ssa.

mään kuuluvia ja valvottavan osakkuusyrityksiä sekä tilintarkastajia. Tilintarkastajilta on oikeus saada tietoja kuitenkin vain siltä osin kuin niiden hallussa on Ratan valvottavaa koskevia valvonnan kannalta tarpeellisia tietoja tai asiakirjoja.[999]

> RL 16:8:n mukaan viranomaiselle oikeudellisesti merkityksellisen totuudenvastaisen *kirjallisen* todistuksen antaja voidaan tuomita väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle sakkoon tai enintään 6 kuukaudeksi vankeuteen. Lisäksi voidaan tuomita viranomaisen erityisen valvonnan alaisen toiminnan harjoittaja taikka tämän edustaja tai palveluksessa oleva henkilö tai valvottavan yhteisön tilintarkastaja, joka lakiin perustuvan tarkastuksen yhteydessä tai lakiin perustuvaa ilmoitusvelvollisuutta muuten täyttäessään antaa valvovalle viranomaiselle oikeudellisesti merkityksellisen totuudenvastaisen *suullisen* tiedon.
>
> Hallituksen esityksen mukaan olennaista on, että kirjallisessa muodossa viranomaiselle annettu tieto on totuudenvastainen. Säännöksen soveltaminen ei edellytä, että totuudenvastainen tieto johtaa viranomaista harhaan. Totuudenvastaisuus voi olla sellaisen seikan esittämistä, jota todellisuudessa ei ole olemassa, mutta myös asiaa valaisevan tärkeän seikan salaaminen voi tehdä todistuksen totuudenvastaiseksi. Vaikka todistus ei sisältäisikään mitään nimenomaisesti väärää väitettä todellisuudesta, voi kyse olla väärän todistuksen antamisesta viranomaiselle, jos se antaa asiasta olennaisesti virheellisen kuvan.[1000]
>
> Kyseisen rikoslain säännöksen perusteella ei toistaiseksi ole tuomittu ketään sisäpiiririkosten yhteydessä. Liikkeeseenlaskijoiden pyynnöstä antamien kirjallisten selvitysten ja Ratan valvottavien antamien sekä kirjallisten että suullisten selvitysten osalta säännös tarjoaa kuitenkin yhden keinon puuttua totuudenvastaisten tietojen antamiseen tutkinnan aikana ja on siten omiaan estämään ainakin tietojen tahallisen vääristelyn ja salaamisen.

Ratalla on oikeus saada pyytämänsä tiedot ja selvitykset, jotka ovat sen *tehtävien suorittamisen tai valvonnan kannalta tarpeellisia.* Tämä tietojensaantivaltuuden avoimuus, jota rajoittaa vain mainittu tarkoitussidonnaisuus, selittyy sillä, että säännös on tarkoitettu käytettäväksi kaikkeen Ratan harjoittamaan valvontaan eikä pelkästään arvopaperimarkkinarikosten tutkintaan. Suurin osa Ratan työstä on muunlaista valvontaa kuten esimerkiksi sijoituspalveluyritysten ja pankkien riskien ja vakavaraisuuden valvontaa, jossa on kyse jatkuvasta, säännöllisestä ja rutiininomaisesta seurannasta eikä suinkaan väärinkäytösepäilyistä. Koska valvontaviranomaisen odotetaan puuttuvan ongelmiin aikaisempaa varhaisemmassa vaiheessa ja suuremmin valtuuksin, sen on myös oltava

---

[999] Tiedonantovelvollisuuden tehosteeksi Rata voi rahoitustarkastuslain 24 §:n perusteella asettaa uhkasakon.

[1000] HE 6/1997, RL 16:7:n yksityiskohtaiset perustelut (voimassa olevassa laissa RL 16:8). Hallituksen esityksessä mainitaan esimerkkinä erityisen valvonnan alaisen toiminnan harjoittajista muun muassa Rahoitustarkastuksen valvottavat.

entistä selvemmin vastuunalainen toiminnastaan niin valvottavia kuin yhteiskuntaa kohtaan[1001].

Ratalla ei kuitenkaan ole lakiin pohjautuvia kuulustelu- tai kuulemisoikeuksia, joiden perusteella olisi mahdollista kuulla ketä tahansa henkilöä, jota epäillään sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Rahoitustarkastuslain tietojensaantioikeudet liittyvät lähinnä yhtiöihin sekä joidenkin luonnollisten henkilöiden velvollisuuksien laiminlyöntien selvittämiseen kuten liputus- tai ilmoitusvelvollisuuden. Virallisten kuulemisvaltuuksien puuttuminen ei kuitenkaan estä viranomaista tarvittaessa hakemasta selvitystä asiaan myös suoraan tutkinnan kohteena olevilta henkilöiltä. Tällöin oikeusturvasyiden johdosta tutkinnan kohteena oleville henkilöille tulisi tehdä selväksi, että heitä saatetaan epäillä jostain tietystä rikoksesta. Rikoksesta epäillyille ei ole esitutkinnassakaan asetettu samanlaista totuusvelvollisuutta kuin todistajille ja asianomistajille.[1002]

> Esitutkintalain (449/1987) 5–12 §:ssä on lueteltu esitutkinnan yleiset periaatteet norminmuotoon puettuna. Näitä periaatteita ovat selvittämisintressi, joutuisuusperiaate, objektiviteetti- ja syyttömyysperiaate, vähimmän haitan periaate, henkilön oikeus tietää asemansa, oikeus käyttää avustajaa, asianosaisen tiedonsaantioikeus ja asianosaisen pyytämien tutkintatoimenpiteiden suorittaminen.
>
> Hallintolain (434/2003) 34 §:n mukaan asianosaiselle on ennen asian ratkaisemista varattava tilaisuus antaa selityksensä sellaisista selvityksistä, jotka voivat vaikuttaa asian ratkaisuun. Tämä hallintomenettelylain mukainen kuuleminen ei kuitenkaan sovellu tilanteisiin, joissa Rata tutkii arvopaperimarkkinarikoksia. Rata ei varsinaisesti ratkaise mitään sellaista asiaa, joka koskisi jonkun oikeutta, etua tai velvollisuutta. Rata ainoastaan tutkii mahdollisia rikostapauksia saattaakseen ne tarvittaessa poliisille esitutkintaan, jossa asianosaisilla on oikeus tulla kuulluksi.

Ratan suulliset ja kirjalliset selvityspyynnöt tutkinnan kohteena oleville henkilöille paljastaisivat lähes poikkeuksetta heti, mistä on kyse. Normaalisti tilanne on sellainen, ettei tutkinnan kohteelta kysytä mitään, jos vain suinkin on mahdollista saada riittävästi näyttöä esitutkintakynnyksen täyttymiseksi paljastamatta meneillään olevaa alustavaa tutkintaa. Erityisesti epäiltynä olevien henkilöiden tai yhtiöiden osalta pidetään tärkeänä, että ensimmäinen kuuleminen tapahtuu virallisessa yhteydessä poliisin toimesta, jotta poliisilla olisi tilaisuus käyttää mahdollisimman tehokkaasti kuulustelutaktisia keinoja hyväkseen esitutkinnassa.

[1001] HE 175/2002 vp, s. 6.

[1002] EIS 6 artiklan 2 kappaleen perusteella on vakiintuneesti katsottu jokaisella rikoksesta syytetyllä olevan oikeus vaieta ja muutenkin olla myötävaikuttamatta oman syyllisyytensä selvittämisessä.

Ks. myös Yhdistyneen kuningaskunnan FSMA 174 §. Tiedot, jotka edellytetty annettavaksi viranomaiselle sen vaatimuksesta, kelpaavat käytettäväksi todisteena muussa kuin rikosprosessissa.

> Korkein hallinto-oikeus totesi eräässä tapauksessa, että Ratan poliisiviranomaiselle lähettämät kysymyksessä olevat tutkintapyynnöt ja niiden liitteet ovat viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain 24 §:n 1 momentin 3) ja 15) kohtien mukaan salassa pidettäviä viranomaisen asiakirjoja. Saman lain 11 §:n 1 momentin ja 2 momentin 2) kohdan sekä esitutkintalain 2 §:n 1 momentin, 9 §:n ja 11 §:n nojalla *asianosaisella ei ole oikeutta* saada jäljennöksiä tutkintapyynnöistä ja niiden liitteistä, koska kysymyksessä olevien asiakirjojen antamisesta aiheutuisi haittaa asian selvittämiselle.[1003]

Joissakin tapauksissa Ratan on tehtävä tutkintapyyntö poliisille, kun syytä epäillä -kynnys täyttyy, vaikka jo alusta asti on todennäköistä, ettei lisänäyttöä ole odotettavissa. Tapaukset ovat kuitenkin luonteeltaan sellaisia, että epäiltyjen kuuleminen on tarpeen suorittaa virallisin valtuuksin. Näissä tilanteissa olisi sekä epäillyn oikeusturvaintressin että rikoksen selvittämisintressin mukaista, jos Rata voisi itse suorittaa viralliset kuulemiset eikä tapauksista tarvitsisi tehdä poliisille tutkintapyyntöjä, joiden täyttäminen saattaa kestää hyvinkin kauan, lähinnä vain henkilökohtaisen selityksen saamiseksi.[1004]

Rahoitustarkastuksen suorittama tutkinta voi myös tarpeettomasti vaarantua, jos tutkinnan kohteelle kerrotaan Ratassa käynnissä olevasta tutkinnasta jo siinä vaiheessa, kun asia on vielä sen selvitettävänä ja ennen kuin poliisilla on mahdollisuus antaa esitutkintalain mukainen kielto ilmaista tutkintaan liittyviä seikkoja. Tutkinnan turvaamiseksi rahoitustarkastuslain 16 §:ssä säädetään Ratan oikeudesta kieltää sitä, joka on läsnä Ratan rikoksen tai rikkomuksen tutkimiseksi toimeenpanemassa tarkastuksessa tai jolta Rata on pyytänyt tietoja tai selvityksiä rikoksen tai rikkomuksen tutkimiseksi, antamasta tarkastuksesta tai pyytämistään tiedoista ja selvityksistä tietoa sille, johon tutkimus kohdistuu, tai muulle henkilölle. Kyseinen kielto on voimassa muutoksenhausta huolimatta, jollei muutoksenhakuviranomainen toisin määrää tai asiasta muualla laissa toisin säädetä.[1005]

[1003] KHO 11.7.2001/1636.

[1004] Rata on esittänyt valtiovarainministeriölle valtuuksiensa täydentämistä virallisilla kuulemisoikeuksilla, mutta niistä ei ole toistaiseksi tehty esitystä (ks. HE 175/2002 vp).

[1005] Ks. TaVM 27/2002; HE 175/2002 vp, s. 30 ja 57–58. Kiellon edellytyksiin ja voimassaoloon sovellettaisiin, mitä esitutkintalain 48 §:ssä säädetään. Tämän mukaisesti edellytyksenä kiellon antamiselle olisi, että pykälässä tarkoitettujen seikkojen ilmitulo voisi vaikeuttaa rikoksen selvittämistä taikka aiheuttaa asianosaiselle tai muille vahinkoa tai haittaa. Rangaistus kiellon rikkomisesta tuomittaisiin rikoslain 38 luvun 1 tai 2 §:n mukaan, jollei teosta muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta. Rikoslain 38 luvun 1 §:ssä säädetään salassapitorikoksesta, josta tuomitaan sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi. Rikoslain 38 luvun 2 §:ssä säädetään salassapitorikkomuksesta, josta tuomitaan sakkorangaistus.

Ks. PeVL 67/2002. Tällaiselle sääntelylle on perustuslain 12 §:ssä turvatun sananvapauden näkökulmasta hyväksyttävä peruste, eikä valiokunta pitänyt ehdotusta ongelmallisena perustuslain kannalta.

Sääntely muissa maissa

Ruotsin FI:n tietojensaantivaltuudet sisältyvät sisäpiiririkoslain 12 §:ään, jossa viitataan lakiin finanssi-instrumenttien kaupasta.[1006] Sen 6:1a:n perusteella FI:lla on oikeus saada ne tiedot, joita se tutkinnassaan tarvitsee. Säännöksen mukaan tietoja voidaan pyytää yhtiöltä, jonka arvopapereita valvonta koskee, oikeushenkilöltä, joka on tehnyt julkisen ostotarjouksen, hallintoviranomaisilta, pörsseiltä, arvopaperinvälittäjiltä, selvitysosapuolilta sekä sellaiselta henkilöltä, joka harjoittaa arvopaperitoimintaa arvopaperiliikkeitä koskevan lain nojalla.[1007] FI voi uhkasakolla velvoittaa edellä mainituista kaikki muut paitsi hallintoviranomaisen täyttämään velvoitteensa antaa tietoja[1008]. Valta tehdä tarkastuksia määrätyssä paikassa koskee vain valvottavien ja tiettyjen muiden oikeushenkilöiden kuten liikkeeseenlaskijoiden työtiloja. Yksityisissä tiloissa FI ei voi suorittaa tarkastuksia. Laajemmat tutkintavaltuudet kuuluvat Ekobrottsmyndighetenille.[1009]

Norjassa arvopaperikauppalain 12–2 §:n perusteella kuka tahansa voidaan määrätä antamaan se tieto, jota KT pyytää, jos KT epäilee sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä rikotun tai jonkun, joka omistuksensa, työnsä, tehtävänsä tai asemansa perusteella on saanut sisäpiirintietoa, ilmaisseen kyseisen tiedon luvattomasti. Tässä tutkinnassa saaduille tiedoille on laissa asetettu myös käyttötarkoitusrajoitus. Saatua tietoa voidaan käyttää ainoastaan sen tapauksen tutkimiseen, jota varten tieto on pyydetty. Poikkeuksena tästä KT:n tiedonsaantioikeudesta on sellainen tilanne, jossa henkilöllä on tiedon suhteen lakisääteinen velvollisuus pitää se luottamuksellisena[1010]. Kenellä tahansa, jota on pyydetty saapumaan kuultavaksi, on oikeus käyttää avustajaa. Kaikilla kuultavilla on myös oikeus kieltäytyä vastaamasta kysymyksiin, jos vastaaminen voisi altistaa henkilön itsensä tai hänen läheisensä rangaistukselle taikka julkisen kunnioituksen menettämiselle. KT:n on lisäksi selvitettävä kaikille niille henkilöille, joita on vaadittu toimittamaan tietoja, tiedonsaantivaatimuksen laajuus ja rajoitukset. Norjassa laajempien tutkintavaltuuksien käyttö kuuluu Økokrimille.[1011]

Tanskassa arvopaperikauppalain 87 §:n perusteella FT voi määrätä arvopaperinvälittäjien, pörssien, selvitysyhteisöjen, arvopaperikeskusten, tilinhoitajayhteisöjen, auktorisoitujen markkinapaikkojen ja liikkeeseenlaskijoiden hallitukset, johdon ja tilintarkastajat toimittamaan ne tiedot, jotka ovat tarpeellisia FT:n tehtävien suorittamiseksi. Se voi myös milloin tahansa ilman tuomioistuimen lupaa tehdä tarkastuksia edellä mainittujen yhteisöjen toimitiloissa lukuun ottamatta liikkeeseenlaskijoita. FT:llä on oikeus pyytää mitä tahansa tietoja mukaan lukien kirjanpito, tilit, pankkitilit, muistiinpanot, nauhoitteet ja muut vastaavat, jotka liittyvät kauppojen päätökseen saattamiseen ja elektronisesti varastoituun tietoon ja joita pidetään tarpeellisina

---

[1006] Lag om handel med finansiella instrument 1991:980.

[1007] Lag om värdepappersrörelse 1991:981.

[1008] 6 luvun 3 § (1991:980).

[1009] Ks. CESR: Questionnaire on available powers etc; Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

[1010] Salassapitovelvollisuuden estämättä on luottolaitosten ja rahoituslaitosten toimitettava KT:lle sen tarvitsemat tiedot.

[1011] Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

FT:n tehtävien hoitamiseksi tai päätettäessä siitä, soveltuuko arvopaperikauppalain säännökset johonkin luonnolliseen tai oikeushenkilöön. Tietoja voidaan hankkia myös viranomaisilta. Tietojensaannin osalta FR:lla on samanlaiset valtuudet (87 a §). Tanskassa, niin kuin muissakin Pohjoismaissa, laajempien tutkintavaltuuksien käyttö kuuluu poliisille. Rikoksesta epäiltyjä FT voi kuulla vain vapaaehtoisuuden pohjalta, joten käytännössä epäiltyjen kuulustelut hoidetaankin poliisin toimesta.[1012]

Saksassa arvopaperikauppalain 16(1) §:n mukaan BaFin tehtävänä on valvoa kaupankäyntiä sisäpiiriarvopapereilla pörssissä ja pörssin ulkopuolella voidakseen ehkäistä mahdollisia rikkomuksia sisäpiirintiedon väärinkäytön kieltoa vastaan. Jos BaFin on havainnut merkkejä siitä, että sisäpiirikaupan kieltoa on rikottu, on BaFin:lla arvopaperikauppalain 16(2) ja (3) §:n mukaan oikeus saada arvopaperinvälittäjiltä tarvittavat tiedot ja dokumentit sisäpiiriarvopapereilla tehdyistä kaupoista, jotka arvopaperinvälittäjä on tehnyt omaan tai toisen lukuun. Arvopaperinvälittäjän on tällöin pyynnöstä annettava tiedot kyseisten kauppojen toimeksiantajista, edunsaajista ja omistusten muutoksista. Jos näiden tietojen perusteella löytyy lisää merkkejä sisäpiirikaupan kiellon rikkomisesta, voi BaFin edellyttää välittäjää toimittamaan tiedot epäiltyjä kauppoja edeltävistä omistusmuutoksista viimeisen kuuden kuukauden ajalta. BaFin voi sisäpiiritutkinnassa lain 16(5) §:n mukaan pyytää luonnollisia henkilöitä antamaan tietoja tekemistään arvopaperikaupoista. Kyse ei kuitenkaan ole varsinaisten kuulustelujen suorittamisesta tai valaehtoisten lausuntojen vastaanottamisesta, koska sellaista oikeutta BaFin:lla ei ole.[1013] Jokaisella, joka on velvollinen antamaan BaFin:lle tietoja, on kuitenkin oikeus kieltäytyä vastaamasta sellaisiin kysymyksiin, jotka asettaisivat hänet tai hänen sukulaisensa syytteen vaaraan. Oikeudesta kieltäytyä antamasta tietoja on aina ilmoitettava (16(6) §). BaFin:lla, kuten Pohjoismaisilla valvojillakaan, ei ole laajempia tutkintavaltuuksia.[1014] BaFin on ilmoitettava epäilemistään sisäpiiririkoksista yleiselle syyttäjälle.

Ranskassa COB:lla on tehtäviensä hoitamista varten tutkijoita, jotka ovat saaneet valtuutuksen pääjohtajalta. Nämä jokaista tapausta varten erikseen valtuutetut tutkijat voivat 621-10 §:n perusteella, tutkinnan rajoissa, vaatia nähtäväkseen asiakirjoja ja saada niistä kopioita sekä päästä sisälle kaikkiin liiketiloihin. Tutkijat voivat lisäksi kutsua kuultavaksi kenet tahansa, jolta he voivat olettaa saavansa asiaan liittyviä relevantteja tietoja.[1015] Lain 621-11 §:n mukaan salassapitosäännökset eivät oikeuta kieltäytymään antamasta tietoja komission tutkijoille lukuun ottamatta lainopillisia avustajia. Kuultavaksi kutsutuilla on aina oikeus käyttää apunaan lainopillista avustajaa. Tarpeen vaatiessa COB:n tutkijat voivat tuomioistuimen luvalla[1016] tehdä etsintöjä missä tahansa tiloissa sekä suorittaa tarvittavia asiakirjojen taka-

---

[1012] Ks. CESR: Questionnaire on available powers etc; Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

[1013] Ks. BAWe-Deutsche Börse: Insider Trading Prohibitions etc., s. 21.

[1014] Ks. CESR: Questionnaire on available powers etc; Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

[1015] Lain 642–3 § 1 mukaan 621–10 §:n mukaisen tutkimuksen estämisestä voidaan tuomita vankeutta enintään kaksi vuotta ja sakkoa enintään 300 000 euroa.

[1016] Luvan myöntää Tribunal de Grande Instancen presidentti COB:n puheenjohtajan hakemuksesta (621–12 §).

varikkoja. COB:n pyynnöstä tuomioistuin voi määrätä takavarikoitavaksi kaikki varat ja arvopaperit, jotka kuuluvat tutkinnan kohteena oleville henkilöille, siitä riippumatta kenen hallussa ne sillä hetkellä ovat (621-13§). COB:llä on paljon laajemmat tutkintavaltuudet puuttua sisäpiirintiedon väärinkäytöksiin kuin Pohjoismaisilla ja saksalaisilla kollegoillaan. Sillä on suoraan tai tuomioistuimen avulla käytössään monia varsinaisia "poliisivaltuuksia", joten se voi esimerkiksi jäädyttää varoja, saada televalvontatietoja, tehdä takavarikkoja tai kotietsintöjä sekä tarkastuksia arvopaperinvälittäjien liiketiloihin.[1017] Tutkinnan päätteeksi COB voi antaa itse sakkoja väärinkäytöksiin syyllistyneille tai antaa asian yleiselle syyttäjälle rikossyytteitä varten taikka tarvittaessa vain tuoda löydöksensä julki tutkinnan kohteille.

Tutkijalla olevista valtuuksista on Yhdistyneessä kuningaskunnassa säädetty FSMA 173 §:ssä, jossa todetaan tutkijan voivan velvoittaa kenen tahansa henkilön, jonka hän katsoo voivan antaa tutkinnan kannalta relevantteja tietoja, tulemaan luokseen kuultavaksi määrättynä aikana ja määrättyyn paikkaan tai muulla tavoin antamaan sellaisia tietoja, joita hän saattaa vaatia tutkintaa varten. Tutkijalla on myös oikeus saada haluamansa asiaan liittyvät asiakirjat tällaiselta henkilöltä. Lisäksi hän voi tutkintaan liittyen vaatia tällaista henkilöä antamaan hänelle kaiken tarvittavan avun, jonka kyseinen henkilö voi kohtuudella antaa. Muista valtuuksista merkittäviä ovat esimerkiksi lain 175(1) §, joka oikeuttaa saamaan asiakirjat myös kolmannelta henkilöltä, jos asiakirja on tämän hallussa ja 175(4) §, jonka mukaan asianajajalta voidaan vaatia tieto hänen asiakkaansa nimestä ja osoitteesta. Näiden valtuuksien perusteella FSA:lla tai sen nimeämällä tutkijalla on katsottu suoraan olevan oikeus saada muun muassa tili- ja televalvontatietoja sekä teleoperaattoreilta saatavia Internet-käyttäjä tietoja.[1018] Kotietsinnän suorittamiselle on asetettu edellytykseksi rauhantuomarin antama lupa.[1019] Etsintäluvan saamisen perusteena on muun muassa se, ettei tutkittava pyynnöstä huolimatta ole antanut vaadittuja tietoja tai asiakirjoja taikka on epäilys siitä, ettei tutkittava pyyntöä noudattaisi, vaikka sellainen esitettäisiin, tai asiakirjat siirrettäisiin, niitä muuteltaisiin tai ne hävitettäisiin. Lisäksi on oltava kohtuulliset perusteet uskoa, että tutkittavissa tiloissa on asiaan liittyviä tietoja tai asiakirjoja. Varojen jäädyttämiseen vaaditaan vastaavasti tuomioistuimen lupa[1020]. FSMA:n 177 §:n mukaan henkilön jättäessä täyttämättä tai noudattamatta hänelle asetettuja velvollisuuksia, hänet voidaan tuomita tuomioistuimen halveksunnasta.

Yhdysvalloissa SEC:n tutkinta alkaa pääsääntöisesti niin sanotulla alustavalla tai epämuodollisella tutkinnalla. Alustavassa tutkinnassa SEC:n henkilökunnalla ei ole käytössään mitään virallisia valtuuksia kenenkään suhteen,

---

[1017] Ks. Gaillard: France (Insider Trading), s. 71; COB Rapport Annuel 2001 luku V kohta I.B.1 (www.cob.fr); CESR: Questionnaire on available powers etc; Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

[1018] Ks. CESR: Questionnaire on available powers etc..

Ks. myös Blyth: Regulation of Financial Services in the UK, s. 413, joka toteaa FSA:n tietojensaantioikeuksien ja tutkintavaltuuksien olevan hyvin laajat.

[1019] Justice of the peace, FSMA 176 §.

[1020] FSMA 381(3)(4) §; Ks. CESR: Questionnaire on available powers etc.; Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

vaan tutkinta nojaa henkilöiden ja yhtiöiden vapaaehtoiseen yhteistyöhön. Alustavassa tutkinnassa saadusta näytöstä riippuen SEC:n henkilökunta voi muun muassa suosittaa komissiolle prosessin aloittamista sanktion määräämiseksi tai tutkinnan lopettamista. Alustava tutkinta voi päättyä myös siten, että SEC havaitsee lainrikkomisen olleen tahallisen ja saattaa asian oikeusministeriön (Department of Justice) käsiteltäväksi rikossyytteitä varten. Jos tutkinnan kohteena olevat henkilöt tai yhtiöt eivät ole suostuneet yhteistyöhön SEC:n kanssa, voi SEC:n henkilökunta hakea komissiolta määräyksen muodollisen tutkinnan suorittamiseen. Muodollisen tutkinnan myötä on tutkijoiksi määrätyillä henkilöillä käytössään kaikki viralliset valtuudet. SEC:n virallisiin valtuuksiin kuuluvat muun muassa todistajien haastaminen kuultavaksi, etsintöjen tekeminen, televalvontatietojen pyytäminen, varojen jäädyttäminen ja kaikkien tarvittavien asiakirjojen ja selvitysten saaminen.[1021]

Valvontaviranomaisten toimivaltuuksien eroihin eri maiden välillä vaikuttavat keskeisesti erot oikeusjärjestelmissä sekä kokemukset erityyppisten häiriötilanteiden hoidosta. Myös valvontaviranomaisten toisistaan poikkeava asema julkisen hallinnon organisaatiossa vaikuttaa toimivaltuuksiin ja osaltaan vaikeuttaa vertailua maiden välillä. Markkinoiden nopea muuttuminen ja toiminnan kansainvälistyminen asettavat kuitenkin vaatimuksia erityisesti rahoitusvalvontaviranomaisten kyvylle reagoida riittävän nopeasti, tehokkaasti ja kansainvälisesti uskottavalla tavalla arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin häiriöihin. Markkinoita valvovilla viranomaisilla tulee tämän vuoksi olla valtuudet, jotka korostavat valvonnan ennakoivuutta, nopeutta ja selkeyttä. Eri maiden viranomaisten toimivaltuuksien ei tulisi myöskään olennaisesti poiketa toisistaan.[1022] Systematiikan osalta Ranska, Yhdistynyt kuningaskunta ja Yhdysvallat poikkeavat selvästi Pohjoismaista ja Saksasta, koska niillä on käytössään sekä rikosoikeudelliset rangaistukset että hallinnolliset sanktiot. Näiden maiden valvovilla viranomaisilla on myös laajemmat tutkintavaltuudet epäiltyjen sisäpiirintiedon väärinkäytöstapausten selvittämiseksi. Nämä valtuudet ovat käytettävissä molempien sekä rikosten että hallinnollisten rikkomusten tutkimiseksi joko suoraan tai tuomioistuimen luvalla.

Esimerkiksi USA:n on sanottu olevan halukas laajentamaan toimivaltaansa rajat ylittävissä sisäpiiririkostapauksissa muun muassa siksi, että muiden maiden viranomaiset eivät aina tunnu tekevän sisäpiirintiedon väärinkäytölle mitään, vaikka toiminta olisikin kyseisessä maassa kielletty. Syynä viranomaisten toimimattomuuteen voi olla muun muassa heikko sitoutuminen valvontaan ja vähäiset resurssit. Toisaalta voi olla, ettei paikallisella viranomaisella ole riittäviä välineitä asian hoitamiseen. Monet maat käyttävät yhä rikosoikeutta ensisijaisena keinona kamppailussa sisäpiiririkoksia vastaan aiheuttaen siten vain ongelmia syytteen rakentamisessa monimutkaisissa

[1021] Ks. SEA 21 §; McLucas-Taylor-Mathews: A Practitioner's Guide to the SEC etc., s. 56–63.
[1022] HE 175/2002 vp, s. 17 ja 23.

tapauksissa, jotka suurelta osin perustuvat aihetodisteisiin. Maat, jotka käyttävät siviilioikeudellisia keinoja kuten USA, voivat helpommin sanktioida menettelyjä, joita heidän kollegansa eivät voi.[1023]

1.3.2.1 Hankekohtaisen sisäpiirirekisterin tarkoitus tutkinnassa

Hankekohtainen sisäpiirirekisteri palvelee lähinnä kahta tarkoitusta: tiedon hallinnointia yhtiössä ja väärinkäytösten selvittämistä jälkikäteen.[1024] Luottamuksellisen tiedon hallinnointi yhtiössä on ensiarvoisen tärkeää ei pelkästään sisäpiirintiedon väärinkäytön ehkäisemiseksi vaan myös kaikenlaisten muiden laittomuuksien kuten yritysvakoilun tai yrityssalaisuuden rikkomisen torjumiseksi. Hankekohtainen sisäpiirirekisteri ei toki pysty yksinään estämään väärinkäytöksiä, jos joku tavalla tai toisella haluaa tahallaan väärinkäyttää luottamuksellista tietoa. Rekisteri saattaa kuitenkin ennaltaehkäistä joitain väärinkäytöksiä, koska rekisteriin nimensä saanut henkilö tietää olevansa yksi kiinnostuksen kohteista, kun arvopaperikauppoja tutkitaan, tai jos tietoa on vuotanut ulos. Hankekohtaisissa sisäpiirirekistereissä olevilta tulisikin ottaa vaitiolositoumus, jolloin nämä itsekin varmasti tiedostaisivat kuuluvansa sisäpiiriin. Liikkeeseenlaskijoilla ja arvopaperinvälittäjillä on myös vastuu siitä, että ne hallinnoivat sisäpiirintietoa mahdollisimman huolellisesti, ettei sitä voitaisi väärinkäyttää.[1025]

Sisäpiiritutkinnassa hankekohtainen sisäpiirirekisteri on kaiken tutkinnan perusta. Siinä missä ilmoitusvelvollisten kaupankäynnit julkistava sisäpiirirekisteri on lähinnä markkinoiden läpinäkyvyyttä lisäävä väline, hankekohtainen sisäpiirirekisteri ei-julkisena rekisterinä palvelee erityisesti jälkikäteen tehtävää tutkintaa. Sisäpiiritutkinnan alkuvaiheessa yksi keskeisimmistä asioista, mitä arvopaperimarkkinoita valvova viranomainen eli Rata tekee, on hankekohtaisen sisäpiirirekisterin pyytäminen liikkeeseenlaskijalta ja tarvittaessa myös muilta osallisilta kuten investointipankilta. Tämä rekisteri kertoo nimet ja ajankohdat, jolloin kukin henkilö on saanut tiedon kyseisestä tapahtumasta eli

---

[1023] Langevoort: Cross-Border Insider Trading, s. 254–255.

Ks. Rider-Nakajima: A Comparative Analysis etc., s. 197, joiden mukaan yleisesti ajatellaan USA:n systeemin saavuttaneen jonkin asteisen tehokkuuden sisäpiirisääntelyn suhteen ja siksi on suuri houkutus käyttää sitä esikuvana. He kuitenkin epäilevät, ovatko USA:n lait todellisuudessa kuitenkaan niin tehokkaita ja pystyviä kuin väitetään.

Ks. myös Rider: Regulation of Financial Markets etc., s. 54–55, jonka mukaan yksi pahimmista virheistä mitä lainsäätäjä voi tehdä, on kopioida jonkun muun maan säännöksiä ottamatta huomioon riittävästi sitä ympäristöä, jossa ne on kehitetty.

[1024] Hankekohtaisten sisäpiirirekisterien osalta Helsingin Pörssin sisäpiiriohje ja viranomaisen näkökanta asiaan ovat painottuneet eri tavalla. Pörssin ohje keskittyy luottamuksellisen tiedon hallinnointiin yhtiössä, kun taas viranomainen katsoo rekisterin olevan sen lisäksi myös koko sisäpiiritutkinnan perusta.

[1025] Ks. esim. UKLA: Guidance Manual, appendix 2 (PSI Guide) kohta 17.

lähtökohtaisesti tapahtumaan liittyvät todelliset sisäpiirintietoa omaavat henkilöt.[1026]

Rekisterin lisäksi tai sen osana Rata saa myös kronologisen selvityksen tapahtumien kulusta, ainakin pääkohtien osalta. Kyseisen rekisterin tietoja verrataan kriittisenä ajankohtana[1027] kauppoja tehneiden henkilöiden nimiin, jotta nähdään, ovatko sisäpiirintiedosta tietoiset henkilöt käyttäneet tietoja hyväkseen arvopaperikaupassa, ja jos ovat, niin missä vaiheessa hankkeen etenemistä tämä tapahtui.[1028] Rekisterin pohjalta on mahdollista laajentaa tutkittavien piiriä siinä mainittujen henkilöiden lisäksi heidän läheistensä kaupankäynnin selvittämiseen. Mitä luotettavammin rekisteriä pidetään, sitä suuremman arvon sille voi antaa myös näyttökysymyksissä.

Rekisterin tarkoitus on helpottaa tutkintaa saattamalla Ratan tietoon heti sen joukon ihmisiä, joilla lähtökohtaisesti oli luottamuksellista tietoa hallussaan. Asia on merkityksellinen Ratalle, mutta se on myös liikkeeseenlaskijan itsensä etu, koska vaihtoehto hankekohtaisen rekisterin pitämiselle on, että jokaista henkilöä yhtiön johdosta alkaen olisi kuultava sen selvittämiseksi, mitä kukin on milloinkin kertonut ja kenelle sekä keneltä kukin sai tiedon. Tällaisen kuulemiskierroksen toimittaminen olisi huomattavasti vaivalloisempaa ja kuluttaisi enemmän aikaa, kuin että yhtiö toimittaa pyydettäessä sanotun rekisterin Ratalle, jolla joka tapauksessa on oikeus saada haluamansa selvitykset sekä liikkeeseenlaskijoilta että valvottavilta.[1029] Sisäpiirintiedon huolellinen hallinnointi antaa myös yritykselle ja sen henkilöstölle paremmat mahdollisuudet puolustautua mahdollisia aiheettomia sisäpiirintiedon väärinkäytösepäilyjä vastaan.

Sisäpiiritutkinnan vaikeutena eivät ole sellaiset henkilöt, joiden nimi löytyy hankekohtaisesta sisäpiirirekisteristä vaan ne, joita ei sieltä löydy ja jotka ovat saaneet vihjeen sisäpiirintiedosta.[1030] Näiden vihjeen saajien löytämiseksi voisi avuksi olla televalvontatietojen saaminen jo tutkinnan alkuvaiheessa. Pakkokei-

---

[1026] Vrt. Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta s. 741–742, joka tuo esiin huolensa siitä, että tapahtumainkulkua jälkikäteen arvioivat viranomaiset voivat pyrkiä käyttämään sisäpiirirekisteriä todisteena siitä, että rekisteriin merkitty tiesi kyseessä olevasta asiasta ja että rekisteri itsessään on näyttö tiedon sisäpiiriluonteesta. Hänen mukaansa rekisterin funktiona ei ole käydä osoituksena näistä seikoista.

[1027] Kriittisellä ajankohdalla tarkoitetaan tässä koko sitä aikajaksoa, jolloin yhtiö valmisteli kyseistä tapahtumaa.

[1028] Ks. Syyttämättäjättämispäätökset nrot 00/20 ja 00/21. Pelkkää ostotoimeksiantojen ajoittumista sisäpiirintietojen julkistamisia edeltäviin ajankohtiin ei voida pitää osoituksena siitä, että sisäpiirintietoa olisi käytetty hyväksi.

[1029] Ks. Foster: Insider Trading Investigations, s. 13. USA:ssa SEC:n yhtiöiltä pyytämät kronologit, joista löytyvät nimilistat ynnä muut tarvittavat tiedot, toimitetaan sille vapaaehtoisesti, koska yhtiöt tietävät viranomaisen voivan pakottaa työntekijät kertomaan samat asiat valaehtoisten lausuntojen (testimony) avulla.

[1030] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 166. Ongelmana sisäpiiritutkinnassa on löytää yhteys ensimmäisen ja toisen asteen sisäpiiriläisen välille ja osoittaa, että toisen asteen sisäpiiriläisellä on tosiasiassa ollut sisäpiirintietoa hallussaan.

nolain 5a luvun 3 §:n mukaan *televalvonnan* edellytyksenä on tilanne, jossa on syytä epäillä jotakuta rikoksesta, josta säädetty ankarin rangaistus on vähintään neljä vuotta vankeutta[1031]. Lupa televalvontaan voidaan antaa rikoksen esitutkintaa toimittavalle viranomaiselle, jos televalvonnalla saatavilla tiedoilla taikka teleliittymän tai telepäätelaitteen sulkemisella voidaan olettaa olevan erittäin tärkeä merkitys rikoksen selvittämiselle.

> PKL 5a:1:n 2) kohdassa tarkoitetaan televalvonnalla salassapidettävien tunnistamistietojen hankkimista televiesteistä, jotka on lähetetty viestintämarkkinalaissa (393/2003) tarkoitettuun viestintäverkkoon kytketystä teleliittymästä, teleosoitteesta tai telepäätelaitteesta taikka vastaanotettu tällaiseen teleliittymään, teleosoitteeseen tai telepäätelaitteeseen, sekä matkaviestimen sijaintitiedon hankkimista ja tällaisen teleliittymän tai telepäätelaitteen tilapäistä sulkemista.[1032]
>
> PKL 5a:2:n 2 momentin 9) ja 10) kohtien mukaan lupa *telekuunteluun* rikoksen esitutkintaa toimittavalle viranomaiselle voidaan antaa myös, kun on syytä epäillä jotakuta liike- tai ammattitoimintaan liittyvästä sellaisesta törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä tai törkeästä kurssin vääristämisestä taikka niiden rangaistavasta yrityksestä, jossa rikoksella tavoitellaan erityisen suurta hyötyä ja rikos tehdään erityisen suunnitelmallisesti.[1033]

Kaikkein suurin apu televalvontatiedoista olisi tutkinnan alkuvaiheessa, kun pyritään löytämään mahdollisia epäiltyjä kaupankävijöiden ja sisäpiirintietoa saaneiden henkilöiden joukosta. Televalvontatietojen avulla pystyttäisiin tarkempi tutkinta kohdistamaan vain niihin sisäpiiriläisiin ja kaupankävijöihin, jotka ovat olleet yhteydessä toisiinsa kyseisenä relevanttina ajankohtana.[1034]

[1031] Ks. HE 52/2002, PKL 5a luvun 3 §:n yksityiskohtaiset perustelut. Televalvonnan edellytyksenä oli aiemmin rikos, josta ei ollut säädetty lievempää rangaistusta kuin neljä kuukautta vankeutta.

[1032] Ks. HE 52/2002, PKL 5a luvun 1 §:n yksityiskohtaiset perustelut ja yleisperustelujen luku 3.3. Televalvontaluvan pitäisi voida koskea myös tiettyä Internet- eli ip-osoitetta. Käytännössä käräjäoikeudet ovat joskus myöntäneet televalvontaluvan tiettyyn ip-osoitteeseen. Hallituksen esityksessä ehdotetaan, että telekuuntelu- ja televalvontaluvan yksilöintiperusteena käytettäisiin teleliittymän lisäksi teleosoitetta, jolla tarkoitettaisiin muun muassa sähköpostiosoitetta, ip-osoitetta tai muuta sellaista teleosoitetta.

[1033] Ks. HE 52/2002, yleisperustelut luku 3.3. Talousrikosten osalta laajennetulla telekuunteluvaltuudella olisi merkitystä erityisesti selvitettäessä ammattimaisen ja järjestäytyneen talousrikollisuuden yksittäisinä laillisilta liiketoimilta näyttävien osatekojen välistä yhteyttä, selvitettäessä ammattimaiseen ja järjestäytyneeseen talousrikollisuuteen usein liittyvien peittelytarkoituksessa jälkikäteen tehtyjen järjestelyjen todellista luonnetta sekä jäljitettäessä ammattimaisella ja järjestäytyneellä talousrikollisuudella saatua rikoshyötyä.

[1034] Ks. Foster: Insider Trading Investigations, s. 3 ja 11. "Insider trading cases typically involve the use of circumstantial evidence to prove that the defendant possessed the subject material nonpublic information. Telephone records frequently provide this circumstantial evidence in tipping cases. The value of telephone records in insider trading cases cannot be overstated. Telephone records has helped solve many major insider trading cases." Ks. esim. United States v. McDermott, 245 F.3d 00–1572 (2d Cir. 2001), kohta A. ii: "...telephone conversations between Gannon and McDermott coincided with Gannon's trading activity..."

Tämän ajatuksen ongelmana nykylainsäädännön aikana on kuitenkin se, että kaikkia kaupankävijöitä ja sisäpiirintietoa omaavia henkilöitä tulisi silloin käsitellä epäiltyinä, koska televalvontatietoja voidaan pyytää vain epäillyistä. Jos jotain henkilöä voidaan jo muun näytön perusteella epäillä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, eivät televalvontatiedot enää välttämättä nouse niin keskeiseen asemaan kuin tutkinnan alussa, vaikka niillä usein olisikin muuta näyttöä täydentävää merkitystä[1035].

Televalvontatietojen saaminen käyttöön jo rikostiedustelussa ilman mitään konkreettisia epäilyksiä olisi kuitenkin perusoikeuksien näkökulmasta katsottuna jossain määrin arveluttavaa. Perusoikeuksien rajoitusten hyväksyttävyys riippuu niiden tarpeellisuudesta sääntelyn tavoitteiden turvaamiseksi. Suhteellisuusperiaatteen mukaan aineellista totuutta ei pidä tavoitella mihin hintaan hyvänsä[1036]. Perustuslakivaliokunta on todennut, että perustuslaissa on vain tietyin perustein tehty sallituksi säätää lailla välttämättömiä rajoituksia luottamuksellisen viestin salaisuuteen, muun muassa yksilön tai yhteiskunnan turvallisuutta taikka kotirauhaa vaarantavien rikosten tutkinnassa. Perustuslakivaliokunta totesi kuitenkin vielä, että puhelun tunnistamistiedot koskevat sinänsä luottamuksellista viestiä, mutta niiden paljastamisessa ei ole varsinaisesti kysymys itse viestin salaisuuden syrjäytymisestä.[1037]

1.3.2.2 Hankekohtaisuus pörssin sisäpiiriohjeessa

Helsingin Pörssin antamassa sisäpiiriohjeessa määritellään hankekohtainen sisäpiirirekisteri.[1038] Ohjeen tarkoitus on tältä osin selventää sisäpiiriläisyyden alkamista ja tehostaa sisäpiirintiedon käsittelyä. Sen lähtökohtana on, että liikkeeseenlaskija itse arvioi tapauskohtaisesti, milloin valmisteltava asia on hanke sisäpiiriohjeen tarkoittamassa merkityksessä. Hanke on määritelty ohjeessa luottamuksellisesti valmisteltavaksi ja yksilöitävissä olevaksi asiakokonaisuudeksi tai järjestelyksi, joka toteutuessaan on omiaan olennaisesti vaikuttamaan

---

[1035] Ks. Pölönen: Henkilötodistelu rikosprosessissa, s. 125 ja 131. Rikostuomiossa näytön tulee ylittää sekä näyttökynnys että selvittämiskynnyksen edellyttämä näytön laajuus. Pölönen puhuu todistelun luotettavuudesta (laatu) ja todistelumateriaalin laajuudesta (määrä), joiden arviointi kietoutuu erottamattomaksi kokonaisuudeksi.

[1036] Jonkka: Todistusharkinnasta, s. 24–25.

[1037] Ks. PeVL 7/1997 vp.

[1038] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje 7 luku.

Ks. myös Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta s. 733 alaviite 15, jossa hän toteaa tapauskohtaisten sisäpiiriläisten käsitteen olevan laajempi kuin Helsingin Pörssin sisäpiiriohjeen niin sanotun hankekohtaisten sisäpiiriläisten.

Viranomaisten sisäpiiririkostutkinnassa taas nimenomaisesti hankekohtainen sisäpiiriläisyys on tutkinnan pohja, joka lähtökohtaisesti kertoo todelliset sisäpiiriläiset, eikä mitään ylimääräistä siitä eroavaa tapauskohtaista sisäpiiriläisyyttä ole syytä kehittää.

noteeratun arvopaperin arvoon. Hankkeena pidettäisiin sellaisia järjestelyitä, jotka kokonsa tai luonteensa vuoksi poikkeavat yhtiön tavanomaisesta liiketoiminnasta. Ratkaisevaa on tapauskohtainen kokonaisarviointi ja sitä voidaan muuttaa, jos arvioinnin pohjana olevien tietojen merkitys muuttuu matkan varrella.

Ohjeessa on lueteltu, ei kuitenkaan tyhjentävästi, hankkeen arviointikriteerit, jotka yleisinä suuntaviivoina ovat paikallaan opastamaan liikkeeseenlaskijoita hankkeiden määrittelemisessä. Kriteerit ovat seuraavia:[1039]

1) Asiakokonaisuus tai järjestely on sellainen, joka toteutuessaan tulee julkistaa jatkuvan tiedonantovelvollisuuden perusteella;
2) Asiakokonaisuuden tai järjestelyn valmistelu on edennyt sellaiseen vaiheeseen, että yhtiön johdossa on tehty päätös valmistelun jatkamisesta toteutumiseen saakka;
3) Kun kysymyksessä on asiakokonaisuus tai järjestely, jonka toteutuminen edellyttää toisen tahon myötävaikutusta, tällaisen tilanteen luokittelu hankkeeksi on yleensä tarkoituksenmukaista vasta silloin, kun tämä toinen taho on ryhtynyt asiakokonaisuuden tai järjestelyn toteuttamiseen tähtääviin valmistelutoimiin;
4) Asiakokonaisuuden tai järjestelyn toteutuminen on todennäköistä; ja
5) Valmisteltavan asiakokonaisuuden tai järjestelyn arvioitu toteutumisajankohta on lähitulevaisuudessa.

Jokaisen kriteerin ohessa on lisäksi annettu käytännön esimerkkejä. Ensimmäisen kohdan mukaan hanke voi olla tapauskohtaisesti arvioituna muun muassa merkittävä yritys- tai toimialajärjestely, pörssin sääntöjen mukaan julkistettava yrityskauppa taikka osto- tai lunastustarjous, jota yhtiö valmistelee. Kohdassa painotetaan myös sitä, etteivät kaikki jatkuvan tiedonantovelvollisuuden kohteena olevat asiat ole hankkeita kuten esimerkiksi muutokset tuloskehityksessä taikka tase- tai rahoitusasemassa. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvia asioita ei niin ikään pidetä hankkeina.[1040] Vaikka kaikki julkistamisvelvollisuuden kohteena olevat asiat eivät olekaan hankkeita, on kuitenkin huomattava, että ne voivat siitä huolimatta olla sisäpiirintietoa. Sisäpiirintieto ja hanke eivät ole käsitteinä sama asia vaan sisäpiirintieto on laajempi. Hanke taas on määritelty sisäpiirintiedon käsitteen avulla.

Toisen kohdan tarkoituksena on tuoda esille se seikka, että asiakokonaisuus tai järjestely muuttuu hankkeeksi vasta siinä vaiheessa, kun päätetään siirtyä vaihtoehtoja kartoittavasta valmistelusta määritellyn vaihtoehdon toteuttamista tavoittelevaksi valmisteluksi. Tämä on hyvin linjassa sisäpiirintiedon olemuksen kanssa, koska useiden vaihtoehtojen kartoittamista ei yleensä voida vielä

[1039] Helsingin Pörssin sisäpiiriohje kohta 7.3.
[1040] Ks. Helsingin Pörssin sisäpiiriohje kohta 7.3.

pitää sisäpiirintietona tiedon liian epämääräisen luonteen takia. Tieto voi olla sisäpiirintietoa vasta siinä vaiheessa, kun joku vaihtoehdoista on valikoitunut tarkemman valmistelun kohteeksi.[1041]

> Yritysostoprosessi voidaan ostavan yrityksen näkökulmasta jakaa neljään päävaiheeseen:[1042]
> a) Ostavan yrityksen strategian määrittäminen ja markkina-analyysi;
> b) Kohteen yksilöiminen ja analysointi;
> c) Yritysoston valmistelu ja määräysvallan hankkiminen kohdeyrityksessä; ja
> d) Yritysoston jälkeinen kohteen integrointi ostajaan.
> Tämän yritysostoprosessin kannalta katsottuna hankekohtaisen sisäpiirirekisterin perustaminen olisi paikallaan lähinnä kohdan b) ollessa kyseessä. Kun yritysoston kohde on yksilöity ja analysoitavissa, ollaan lähtökohtaisesti myös pörssin sisäpiiriohjeen tarkoittamassa määritellyn vaihtoehdon toteuttamista tavoittelevassa valmistelussa.

Kolmas kohdista edellyttää toisen osapuolen myötävaikutusta. Tällaista toisen osapuolen myötävaikutusta odotetaan muun muassa yrityskauppahankkeiden osalta. Alustavaa positiivisen suhtautumisen osoittamista tai alustaviin neuvotteluihin osallistumista ei tämän kohdan mukaan pidetä vielä toteuttamiseen tähtäävinä valmistelutoimina.[1043]

Neljäs kohta katsoo, että hankkeeksi on sitä vähemmän syytä lukea sellaisia valmisteltavia asiakokonaisuuksia tai järjestelyjä, mitä epätodennäköisempää niiden toteutuminen on. Toteutumistodennäköisyyden arvioinnin osalta ohje kehottaa ottamaan huomioon myös muut kuin yhtiön vaikutusvallassa olevat seikat. Järjestelyn toteutumisen todennäköisyydeltä ei kuitenkaan voida edellyttää varmuutta vaan ainoastaan sitä, että järjestelyllä on riittävät tai todelliset mahdollisuudet toteutua[1044].

Viidennen ja viimeisen kohdan mukaan asiakokonaisuutta tai järjestelyä on sitä vähemmän tarvetta pitää hankkeena, mitä kauempana sen julkistamisajankohta on. Jos valmisteltavan asiakokonaisuuden tai järjestelyn arvioitu julkistamisajankohta on kolmea kuukautta kauempana, sitä on yleensä tarpeen pitää hankkeena vain, jos se on tarpeeksi yksilöity.

[1041] Vrt. CESR: Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed MAD, kohta 20. Myös niitä tilanteita voidaan pitää sisäpiirintietoina, joissa tiedetään ostotarjouksen kohdistuvan kahdesta vaihtoehdosta toiseen, vaikka lopullista päätöstä ei ole siitä kummasta tarjous tehdään.

[1042] Timonen: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, s. 10.

[1043] Vrt. Syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym., s. 6, jossa valtionsyyttäjä katsoi epäiltyjen omalta puoleltaan voimakkaasti sitoutuneen hankkeeseen eikä toisen neuvotteluosapuolen suhtautumista hankkeeseen koskenut osin luonnollinen epävarmuus muuttanut sitä arviointia, että epäiltyjen kannalta kyse oli tuossa vaiheessa vakaasti tavoiteltu ja realistiseksi katsottava hanke.

[1044] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1495.

Ohjeessa on kyseisen luvun lopussa korostettu hankkeen määrittelyn kokonaisarviota edellä mainittujen kriteerien lisäksi. Asiakokonaisuus tai järjestely voi olla kyseessä, vaikka kaikki mainitut kriteerit eivät täyttyisikään. Luvun alussa on lisäksi muistutettu vielä jokaisen omasta vastuusta siitä, ettei toimi vastoin sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöstä. Ilman lopussa korostettua kokonaisarviota erityisesti kolmas ja viides kohta antaisivat liian suppean kuvan hankkeen määrittelystä.

Arvioitaessa hankkeen toisen osapuolen myötävaikutusta, toteutumistodennäköisyyttä ja tulevaa toteutumisajankohtaa on huomattava, että silloin kun on kyseessä kokoluokaltaan hyvin huomattava yrityskauppa, voidaan tällaista kauppaa koskeva valmistelu lukea olennaiseksi tiedoksi, ja siten myös hankkeeksi, aikaisemmassa vaiheessa kuin jonkun vähäisemmän kaupan valmistelu. Sisäpiirintiedon ja myös hankkeen kokonaisarvostelun lopputulos löytyy tasapainoilemalla sekä asiakokonaisuuden tai järjestelyn suuruusluokan että tiedon kehitysasteen välillä.[1045] Sisäpiiriläisten tulisikin arvioida hankkeita siltä näkökannalta, mihin ne toteutuessaan johtaisivat eikä siltä, miten suuri epävarmuus niiden toteutumiseen vielä liittyy[1046].

> Helsingin käräjäoikeus on tuomiossaan[1047] todennut kyseisen hyvin mittavan yrityskaupan olleen melko alkuvaiheessa ja sen toteutumisen olleen vielä epätodennäköistä sillä hetkellä, kun henkilö osti arvopapereita. Siitä huolimatta käräjäoikeus katsoi tätä yrityskauppaa koskevan tiedon täyttäneen sisäpiirintiedon tunnusmerkistön kaupantekohetkellä ja tuomitsi henkilön rangaistukseen kyseisen tiedon käyttämisestä. Arvopaperien kaupantekohetkellä yrityskauppaneuvottelut olivat olleet vasta alustavassa vaiheessa, mihin viittaa se, että ostajaehdokkaita oli vielä ollut kaikkiaan seitsemän kappaletta. Lisäksi kaupantekohetkestä tiedon julkistamiseen kului vajaa 4 kuukautta.
>
> USA:n korkein oikeus katsoi kysymyksen olennaisuudesta (materiality) fuusiotilanteessa riippuvan tapauskohtaisesti tapahtuman toteutumisen todennäköisyydestä ja siitä, mikä on sen merkitys liikkeeseenlaskijalle. Samassa ratkaisussa korkein oikeus nimenomaisesti *hylkäsi* olennaisuustestinä käytetyn niin sanotun agreement-in-principle -testin, jonka mukaan alustavat fuusiokeskustelut eivät tulisi olennaisiksi ennen kuin mahdolliset fuusiokumppanukset ovat päässeet yhteisymmärrykseen liiketoimen hinnasta ja rakenteesta. Korkeimman oikeuden mukaan tämän testin perusteet eivät oikeuta sulkemaan pois muutoin merkittävää informaatiota olennaisuuden määrittelystä.[1048]

Sisäpiiriohjeen viimeisten kriteerien kohdalla ihmetyttää lähinnä se, että hankkeen määrittely noudattaa sisäpiirintiedon määritelmää tiedon julkistamatto-

---

[1045] Ks. enemmän luku III 4.4.1.
[1046] Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 338.
[1047] Hgin KäO R 98/8408 (5.3.1999).
[1048] Ks. Basic inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

muudesta ja olennaisuudesta, mutta kuitenkin ohjeen taustalla on ollut nimenomainen tarkoitus irtaantua siitä sisäpiirintietoon liittyvästä tulkinnasta, jonka tuomioistuin oli juuri tehnyt ennen ohjeen valmistumista.[1049]

Siitä huolimatta, että kyseessä on alioikeuden eikä korkeimman oikeuden ratkaisu, on yksittäisten sisäpiiriläisten kannalta arveluttavaa tai jopa vaarallista luottaa tällaisen ohjeen sisältöön siltä osin, kuin siinä on tietoisesti lähdetty luomaan omaa linjaa tuomioistuimen kannoista poikkeavaan suuntaan. Sisäpiiriläisen kannalta tärkeämpää on mieltää se, milloin hänellä on tai saattaa olla sisäpiirintietoa hallussaan kuin se, milloin on kyseessä hanke pörssin ohjeen tarkoittamassa merkityksessä, koska vastuu väärinkäytöksistä on ohjeenkin mukaan viime kädessä jokaisella itsellään. Hankkeen määrittelee kuitenkin aina yhtiö eivätkä yksittäiset sisäpiiriläiset.

1.4 TOIMIVALTAINEN VIRANOMAINEN JA SEN VALTUUDET DE LEGE FERENDA

Kunkin jäsenvaltion on markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 11 artiklan mukaan nimettävä yksi ainoa hallintoviranomainen, jolla on toimivalta varmistaa, että tämän direktiivin mukaisesti hyväksyttyjä säännöksiä sovelletaan. Säännöksellä ei kuitenkaan millään tavalla pyritä rajoittamaan oikeusviranomaisten toimivaltaa. Nimeämällä jokaiseen jäsenvaltioon yksi toimivaltainen viranomainen varmistamaan, että direktiivin säännöksiä noudatetaan, saavutetaan perustelujen mukaan tehokkuus ja selkeys sekä vahvistetaan toimivaltaisten viranomaisten välistä yhteistyötä.[1050] Kyseisen toimivaltaisen viranomaisen on oltava luonteeltaan hallinnollinen, jotta varmistetaan viranomaisen riippumattomuus markkinoista ja vältetään eturistiriidat. Jäsenvaltioilla on oikeus nimetä toimivaltainen hallintoviranomainen, eikä säännöksellä pyritä muuttamaan jäsenvaltioiden hallintorakenteita.[1051] Viimeksi mainittu seikka, ettei jäsenvaltioiden hallintorakenteisiin puututa, tarkoittaa sitä, että toimivaltainen viranomainen voi olla vaikkapa asianomainen ministeriö tai sen suorassa alaisuudessa oleva yksikkö taikka täysin erillinen hallintoviranomainen, jonka

---

[1049] Ks. Ståhlberg: Sisäpiirisääntely liikkeeseenlaskijan sisäpiiriläisten kannalta s. 741 alaviite 52, jossa hän toteaa, että Helsingin Pörssin sisäpiiriohjeen hankekohtaisia sisäpiirirekistereitä koskevaan lukuun kirjattiin markkinaosapuolten ja liikkeeseenlaskijoiden kanta hankekohtaisista sisäpiirirekistereistä, joka tietoisesti ja tarkoituksellisesti poikkeaa Helsingin käräjäoikeuden (R 98/8408, 5.3.1999) tuomiossa esitetyistä kannoista.

[1050] Ks. CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 12. CESRn esityksessä lähdettiin myös liikkeelle yhden viranomaisen periaatteesta, joka on omiaan edesauttamaan yhteistyön sujuvuutta.

[1051] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 10.

Ks. myös The Committee of Wise Men: Final Report, s. 42. "National regulatory structures should be reformed in a way that brings them closer to one another over time."

tehtävänä on arvopaperimarkkinoiden valvonta kuten Suomen Pankin yhteydessä toimiva Rata.

Yhden hallintoviranomaisen nimeäminen tämän direktiivin nojalla ei tarkoita sitä, että rahoitusmarkkinoilla ei voisi olla muita toimivaltaisia viranomaisia. Artikla asettaa ainoastaan tämän direktiivin nojalla annettavien säännösten valvontaan yhden hallinnollisen viranomaisen vaatimuksen. Suomessa Rata valvoo arvopaperimarkkinoita, mutta sen lisäksi myös valtiovarainministeriö on toimivaltainen viranomainen, joka antaa markkinoita sitovia säännöksiä sekä päättää osaltaan toimilupien myöntämisestä. Valtiovarainministeriö ei kuitenkaan valvo arvopaperimarkkinoita eikä tutki markkinoilla tapahtuvia väärinkäytöksiä.

Artiklan perusteella jäsenvaltioiden on lisäksi perustettava markkinatoimijoiden kanssa tehokkaita neuvoa-antavia järjestelyjä ja menettelyjä, jotka koskevat mahdollisia muutoksia kansalliseen lainsäädäntöön. Näihin järjestelyihin voi kuulua kuhunkin toimivaltaiseen viranomaiseen perustettavia neuvoa-antavia komiteoita, joissa olisi oltava edustettuina mahdollisimman hyvin eri markkinatoimijat niin liikkeeseenlaskijat ja rahoituspalvelujen tarjoajat kuin kuluttajat[1052]. Artiklan tarkoitus on edistää lainvalmistelun avoimuutta sekä läpinäkyvyyttä ja siten varmistaa, että myös markkinatoimijat pääsisivät mahdollisimman hyvin vaikuttamaan lainsäädännön kehitykseen. Näin voidaan parhaiten ottaa huomioon markkinoiden käytännön toiminnassa ilmenneitä ongelmia. Lähtökohtaisesti neuvoa-antavat järjestelyt ja menettelyt tulevat hyvin täytetyksi Suomessa jo käytössä olevalla lausuntomenettelyllä, jossa eri osapuolia pyydetään kommentoimaan valmisteilla olevia lakiesityksiä ja joka edeltää ainakin jokaista merkittävämpää lainsäädännön muutosta.[1053]

Toimivaltaisen viranomaisen valtuuksista säädetään 12(1) artiklassa.

> Toimivaltaiselle viranomaiselle on annettava kaikki valvonta- ja tutkintavaltuudet, jotka ovat tarpeen sen tehtävien hoitamiseksi. Se käyttää tällaisia valtuuksia:
> a) suoraan tai
> b) yhdessä muiden viranomaisten kanssa tai markkinoilla toimivien yritysten kanssa tai

---

[1052] Ks. eräänlaisista komiteoista esimerkiksi luvussa VI 1.1, Fondsrådet Tanskassa ja Wertpapierrat Saksassa.

[1053] Ks. The Committee of Wise Men: Final Report, s. 25 ja 32–33. Viisaiden miesten komitea totesi, että EU-komission tulisi ja CESR:n pitää konsultoida markkinaosapuolia avoimesti ja läpinäkyvästi.

Ks. Market Participant Consultative Panel, CESR/02–111. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea CESR on 10.7.2002 perustanut markkinaosapuolten edustajista koostuvan ryhmän, jonka kanssa CESR keskustelee toiminnastaan ja erityisesti konsultaatiojärjestelyjen täytäntöönpanosta. Kuulemisessa noudatettavista menettelytavoista ks. Public Statement of Consultation Practices, CESR/01–007c.

c) omalla vastuullaan antamalla valtuudet tällaisille viranomaisille tai markkinoilla toimiville yrityksille taikka
d) saattamalla asian toimivaltaisten oikeusviranomaisten käsiteltäväksi.

Artikla asettaa vähimmäisvaatimukset niistä valtuuksista, jotka toimivaltaisille viranomaisille on annettava markkinoiden väärinkäytön selville saamista ja tutkimista varten. Valtuudet mahdollistavat toimivaltaisille viranomaisille tehtäviensä hoitamisen ja lisäävät johdonmukaisuutta ja selkeyttä sovellettaessa direktiivin säännöksiä. Jäsenvaltiot voivat kuitenkin säätää kansallisten lakien, perinteiden tai perustuslakien mukaisesti, että toimivaltainen viranomainen voi käyttää osaa kyseisistä valtuuksista vain yhteistyössä kyseisen jäsenvaltion muiden viranomaisten, erityisesti oikeusviranomaisten, kanssa.[1054] Viranomaisten ohella valtuuksia voidaan käyttää myös yhdessä muiden markkinoilla toimivien yritysten kanssa. Tämä mahdollistaa sen, että esimerkiksi pörssit otetaan mukaan valvontatehtäviin ja että niille delegoidaan tarvittavat valtuudet tiettyjen tehtävien hoitamiseksi, jotka muutoin viranomaisen olisi yksin tehtävä.

Sellaiseksi muuksi viranomaiseksi, jonka kanssa valtuuksia voidaan käyttää yhteistyössä, ei kuitenkaan taida soveltua tässä tapauksessa poliisiviranomainen. Kyseiset valtuudet on artiklan mukaan tarkoitettu sekä valvonta- että tutkintatehtäviin. Toimivaltainen viranomainen joutuu käyttämään osaa valtuuksista pelkän valvontatehtävänsä suorittamiseen tilanteessa, jossa ei vielä ole mitään varsinaista rikosepäilyä. Poliisi taas suorittaa tutkinnan esitutkintalain 2 § mukaan silloin, kun on syytä epäillä rikosta. Rikosepäilyn noustessa apua voitaisiin periaatteessa pyytää poliisilta, mutta silloin poliisi esitutkintaviranomaisena ilmeisimmin ottaisi itselleen koko tutkintavastuun eikä pelkästään toimisi direktiivin tarkoittamalla tavalla yhteistyössä toimivaltaisen viranomaisen kanssa.

Lisäksi direktiivin 14 artiklassa on edellytetty hallinnollisten seuraamusten mahdollisuutta ja jätetty rikosoikeudelliset seuraamukset jäsenvaltioiden omaksi asiaksi[1055]. Jos teosta voi seurata vain hallinnollinen sanktio, jonka antaa toimivaltainen viranomainen tai joka tuomitaan tämän esityksestä, ei poliisi

---

[1054] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 10.

Vrt. sisäpiiridirektiivin 8 artikla, jonka mukaan toimivaltaiselle viranomaiselle on annettava kaikki valvonta- ja tutkintavaltuudet, jotka ovat tarpeen niiden tehtävien hoitamiseksi, tarvittaessa yhdessä muiden viranomaisten kanssa.

[1055] Ks. Valtioneuvoston kirjelmä U 67/2001 vp, LaVL 24/2001 vp ja TaVL 28/2001 vp, joissa todetaan, ettei rikosoikeudellisten seuraamusten yhdenmukaistaminen edes olisi EY:n perustamissopimuksen mukaista.

Ks. myös Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5 ja 11. Vaikka hallinnolliset seuraamukset ovat pakollisia, päättää jokainen jäsenvaltio itse, miten niitä sovelletaan rikottaessa määriteltyjä toimenpiteitä. Seuraamusten on kuitenkin oltava direktiivin mukaan tehokkaita, oikeasuhteisia ja varoittavia.

todennäköisesti edes lähde tekoa tutkimaan, ellei kyse ole samalla teosta, joka saattaa täyttää myös rikoksen tunnusmerkistön. Mikään ei kuitenkaan estä erikseen lailla säätämästä tällaisesta poliisin antaman virka-avun mahdollisuudesta[1056]. Tosin direktiivin 16 artikla näyttäisi erityisesti painottavan toimivaltaisten viranomaisten välistä tehokasta yhteistyötä, joka on syytä ottaa huomioon harkittaessa erilaisia vaihtoehtoja[1057].

Ajatus siitä, että toimivaltainen viranomainen ei toimisi itse vaan pyytäisi tutkinnan suorittamista muilta viranomaisilta, poistaisi ne edut, jotka yhden viranomaisen suorittamasta hallinnollisesta menettelystä voi aikaansaada eli menettelyn nopeuden ja joustavuuden. Ne taas ovat tärkeitä seikkoja myös kansainvälisessä yhteistyössä. Yhteistyö muiden viranomaisten, erityisesti oikeusviranomaisten, kanssa voi tarkoittaa lähinnä tuomioistuinlaitosta. Toimivaltaisen viranomaisen tulisi voida pyytää tuomioistuimelta lupa saada käyttää jotain säännöksessä mainittua valtuutta, ellei se voi käyttää sitä itsenäisesti omalla päätöksellään.

Artiklan 12(2) mukaan edellä 1 kohdassa tarkoitettuja valtuuksia käytetään kansallisen lainsäädännön mukaisesti ja niihin kuuluu vähintään oikeus,[1058] sanotun kuitenkaan rajoittamatta 6 artiklan 7 kohdan soveltamista:

a) saada tutustua kaikkiin asiakirjoihin niiden muodosta riippumatta ja saada jäljennös niistä;
b) vaatia tietoja kaikilta henkilöiltä, myös niiltä jotka osallistuvat toimeksiantojen lähettämiseen tai asianomaisten liiketoimien toteuttamiseen sekä heidän päämiehiltään, ja tarvittaessa kutsua henkilö kuultavaksi;
c) tehdä tarkastuksia paikalla;
d) vaatia olemassa olevia tallenteita puheluista ja tietoliikenteestä;
e) vaatia sellaisesta käytännöstä luopumista, joka on ristiriidassa tämän direktiivin nojalla annettujen säännösten kanssa;
f) keskeyttää kaupankäynti kyseisillä rahoitusvälineillä;
g) vaatia omaisuuden jäädyttämistä ja/tai takavarikoimista;
h) vaatia ammattitoiminnan väliaikaista kieltämistä.

[1056] Poliisilain (493/1995) 40 §:n mukaan poliisin on annettava pyynnöstä muulle viranomaiselle virka-apua, jos niin erikseen säädetään. Poliisin on annettava virka-apua myös muulle viranomaiselle laissa säädetyn valvontavelvollisuuden toteuttamiseksi. Virka-avun antamisen edellytyksenä on, että virka-apua pyytävää viranomaista estetään suorittamasta virkatehtäviään.

[1057] Ks. luku VI 3.

[1058] Vrt. Iosco: Objectives and Principles of Securities Regulation, Part II kohta 8.3. "The regulator or other competent government authority should, therefore, be provided with comprehensive investigatory and enforcement powers including: regulatory and investigative powers to obtain data, information, documents statements and records from persons involved in the relevant conduct or who may have information relevant to the inquiry; power to seek orders and/or to take other action to ensure compliance with these regulatory, administrative and investigation powers; power to impose administrative sanctions and / or to seek orders from courts or tribunals; power to initiate or to refer matters for criminal prosecution; power to order the suspension of trading in securities or to take other appropriate action; where enforcement action is able to be taken, the power to enter into enforceable settlements and to accept binding undertakings."

Rahoitustarkastuslain 15 § vastaa osin artiklan a), b) ja c) alakohtia. Ratalla on 15 §:n mukaan oikeus saada tarkastettavakseen valvottavan toimipaikassa tehtävänsä suorittamisen kannalta tarpeelliset valvottavaa ja sen asiakasta koskevat asiakirjat ja muut tallenteet sekä saada niistä tarpeelliset jäljennökset. Tämän lisäksi valvottavien on ilman aiheetonta viivytystä toimitettava Ratalle kaikki sen pyytämät tiedot ja selvitykset, jotka ovat valvonnan kannalta tarpeen. Ratan oikeus saada tietoja koskee myös julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita ja ilmoitusvelvollisia. Artiklan alakohdan c) englanninkielinen versio käyttää sanontaa "on-site inspections", jolla yleensä tarkoitetaan toimitiloissa tehtäviä tarkastuksia, joten etsintöjä muissa tiloissa kuten jonkun kotona ei saada jatkossakaan tehdä[1059].

> Kilpailuoikeuden puolella on komissiolle annettu mahdollisuus kotietsintöjen tekemiseen. Täytäntöönpanoasetuksen 21 artiklan mukaan komissio voi päätöksen nojalla määrätä tarkastuksen tekemisestä myös yritysten johtajien, hallituksen jäsenten ja muiden henkilöstön edustajien *yksityisasunnoissa*, jos voidaan perustellusti epäillä, että kirjanpitoa ja muita liiketoimintaan ja tarkastuksen kohteeseen liittyviä asiakirjoja säilytetään siellä. Päätöstä tarkastuksesta ei kuitenkaan saada panna täytäntöön ennen kuin kyseisen jäsenvaltion kansalliselta oikeusviranomaiselta on saatu ennakolta lupa. Kansallinen oikeusviranomainen tarkistaa, että komission päätös on pätevä ja että pakkokeinot eivät ole mielivaltaisia eivätkä liiallisia ottaen huomioon erityisesti epäillyn rikkomisen vakavuuden, etsittyjen todisteiden tärkeyden, asianomaisen yrityksen osallisuuden sekä sen, että on kohtuullisen todennäköistä, että tarkastuksen kohdetta koskevia kirjanpito- ja liikeasiakirjoja säilytetään tiloissa, joihin lupaa pyydetään.[1060]

Alakohdan d) mukainen oikeus vaatia olemassa olevia tallenteita puheluista ja tietoliikenteestä tarkoittanee sitä, että viranomainen voi vaatia itselleen esimerkiksi arvopaperinvälittäjien itsensä nauhoittamia asiakaspuheluita sekä tietoja vastaanotetuista ja lähetetyistä televiesteistä.[1061] Säännös koskee vain olemassa olevia tallenteita, joten reaaliaikainen puhelinkuuntelu ei kuulu säännöksen

---

[1059] Ks. CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 14. Esimerkiksi CESRn esityksessä kohdassa 73 on erilliset alakohdat paikanpäällä tehtäville tarkastuksille (inspections) ja kotietsinnöille (search premises). Muiden kuin valvottavien luona tehtävien tarkastusten osalta esityksessä todettiin lupaa usein jouduttavan pyytämään tuomioistuimelta.

[1060] Euroopan unionin neuvoston asetus (EY) N:o 1/2003, annettu 16.12.2002. Neuvoston asetus perustamissopimuksen 81 ja 82 artiklassa vahvistettujen kilpailusääntöjen täytäntöönpanosta, 21 artikla.

[1061] Rahoitustarkastuslain 11 §:n (nyk. 15 §) perusteella Rata on jo ennestään voinut saada haltuunsa arvopaperinvälittäjien itsensä nauhoittamia asiakaspuheluita. Ks. Hgin KäO R 01/7537 (28.6.2002), liittyen kurssin vääristämistapaukseen (RL 51:3), jossa todisteina käytettiin näitä välittäjien puhelunauhoitteita.

soveltamisalan piiriin. Oikeus vaatia televalvontatietoja on yksi keskeisimmistä ja tehokkaimmista tutkintavaltuuksista sisäpiiririkosten selvittämisessä[1062]. Koska televalvontatietojen saaminen edellyttää käytännössä yksilöityä väärinkäytösepäilyä, riippuu kyseisen valtuuden käytön tehokkuus viime kädessä siitä, kuinka tiukat kriteerit tietojen saannille asetetaan.

Alakohdan e) mukainen oikeus vaatia sellaisesta käytännöstä luopumista, joka on ristiriidassa annettujen säännösten kanssa, on mahdollisesti tarkoitettu koskemaan tilanteita, joissa ei vielä ole kyse sen asteisista säännösten rikkomisista, joihin tulisi välittömästi kohdistaa sanktioita taikka toimista, joita ei ole sanktioitu lainkaan. Kyseinen alakohta saattaa käytännössä olla myös vaihtoehto sille, että annettaisiin jokin 14 artiklan mukainen seuraamus kuten huomautus. Jos viranomainen on vaatinut tällaisesta käytännöstä luopumista eikä tilanne korjaannu, on viranomaisella sen jälkeen oltava mahdollisuus sanktioiden käyttöön. Nykyisinkin tällaisissa tapauksissa viranomainen voi ensin antaa kehotuksen korjata menettelytapoja ja vasta sen jälkeen harkita muita toimenpiteitä.

Alakohdan f) mukainen oikeus keskeyttää kaupankäynti kyseisillä rahoitusvälineillä on Suomessa tällä hetkellä mahdollista AML 3:6:n 1 momentin 5) kohdan mukaan arvopaperipörssillä.[1063] Koska 12(1) artiklan alakohdan b) mukaan viranomainen voi käyttää valtuuksia myös yhdessä muiden markkinoilla toimivien yritysten kanssa, ei säännös välttämättä aiheuta mitään muutoksia nykytilaan. Lisäksi AML 3:5 antaa valtiovarainministeriölle tietyissä tilanteissa oikeuden määrätä koko arvopaperipörssin toiminnan keskeytettäväksi määräajaksi tai toistaiseksi ja AML 3:12:n 4 momentti antaa Ratalle vastaavan oikeuden muun julkisen kaupankäynnin suhteen.

Alakohdissa g) ja h) on kyse lähinnä turvaamistoimenpiteistä, jotka on tarkoitettu kestoltaan väliaikaisiksi ja joiden tarkoitus on estää lisävahingot ja mahdollisen rikoshyödyn katoaminen. Alakohta h) näyttäisi olevan samalla myös alakohtaa e) täydentävä keino. Jos alakohdan e) mukainen epätoivottavan käytännön kieltäminen ei tehoa, voitaisiin tarvittaessa vaatia koko ammattitoiminnan väliaikaista kieltämistä.

Artiklan kolme ensimmäistä alakohtaa laajentavat periaatteessa suomalaisen valvontaviranomaisen tiedonsaantivaltuudet koskemaan kaikkia luonnollisia ja oikeushenkilöitä sekä mahdollistavat tarvittaessa henkilöiden kutsumisen kuultavaksi viranomaisen luokse. Nämä kaikki ovat kuitenkin luonteeltaan sellaisia

---

[1062] Ks. Foster: Insider Trading Investigations, s. 3 ja 11.

[1063] Ks. Arvopaperipörssin ohjesääntö kohta C1.131 Pörssin on arvopaperimarkkinalain mukaisesti huolehdittava arvopaperilla käytävän kaupan keskeyttämisestä arvopaperipörssissä, milloin siihen antaa aihetta arvopaperipörssin toiminnasta annettujen säännösten ja määräysten, arvopaperipörssin ohjesäännön tai hyvän tavan vastainen menettely taikka muu arvopaperin hinnanmuodostukseen olennaisesti vaikuttava seikka.

valtuuksia, että niiden käytön tulisi olla viranomaisen itsensä harkinnassa, samoin kuin alakohtien e) ja f) mukaisten valtuuksien. Sen sijaan alakohtien d), g) ja h) määräykset ovat luonteeltaan selvästi väkevämpiä valtuuksia, joiden käytön osalta yhteistyö oikeusviranomaisten kanssa on paikallaan. Niiden käyttöön tulisi aina hakea lupa tuomioistuimelta kussakin yksittäisessä tapauksessa, kuten esimerkiksi poliisi on pakkokeinolain mukaan velvollinen tekemään halutessaan käyttää vastaavia valtuuksia esitutkinnassa.[1064]

Direktiivin tarkoittamia valvonta- ja tutkintavaltuuksia ei ole suomalaisia säännöksiä vastaavalla tavalla sidottu tiettyihin kohteisiin, kuten valvottaviin ja liikkeeseenlaskijoihin, vaan ne on kirjoitettu täysin avoimeen muotoon. Valtuuksien käytön edellytykseksi on artiklassa asetettu vain, että ne ovat tarpeen toimivaltaisen viranomaisen tehtävien hoitamiseksi. Tämä tarkoittaa sitä, että artiklan valtuudet ovat viranomaisen käytettävissä ainoastaan markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin nojalla annettavien säännösten valvontaan. Valtuuksien käytön tulee aina perustua johonkin tehtävien suorittamisen tai valvonnan kannalta tarpeelliseen toimeen.

Direktiivin perusteluissa on vielä erikseen viitattu ihmisoikeuksien suojaamista koskevaan eurooppalaiseen yleissopimukseen, jonka vaatimukset jäsenvaltioiden on otettava huomioon implementoidessaan direktiivin säännöksiä kansallisiksi laeiksi[1065]. Sääntelyn tulee siten täyttää tältä osin ainakin ne vaatimukset, jotka jo esimerkiksi esitutkintalain yleisissä periaatteissa (5–12 §) on asetettu erityisesti epäillyn oikeuksien turvaamiseksi.[1066]

Artiklalla 12(3) ei rajoiteta salassapitovelvollisuutta koskevien kansallisten säännösten soveltamista. Koska rajoitus on sidottu kansallisiin salassapitovelvollisuutta koskeviin säännöksiin, ei tämä kohta vaikuta Ratan oikeuteen saada tietoonsa pankki-, liike- tai ammattisalaisuuksia. Ratalla on pankkeja valvovana viranomaisena oikeus rahoitustarkastuslain 15 §:n mukaan saada niitä koskien kaikki tarvittavat tiedot samoin kuin myös liikkeeseenlaskijoilta. Vain tietyille ammattiryhmille tai tietyissä tehtävissä toimiville voidaan antaa lupa vedota osittain tai kokonaan salassapitovelvollisuuteen toimivaltaisten viranomaisten suhteen. Kansallisen lain mukaiset salassapito-oikeudet ja velvollisuudet, jotka koskevat muun muassa asiamiehiä, oikeudenkäyntiavustajia ja lehtimiehiä, löytyvät Suomessa oikeudenkäymiskaaren 17 luvun 23 ja 24 §:stä.

Jäsenvaltioiden on lisäksi 13 artiklan perusteella säädettävä, että salassapitovelvollisuutta sovelletaan kaikkiin, jotka työskentelevät tai ovat työskennel-

---

[1064] Ks. PeVL 7/1997 vp. Perustuslakivaliokunta on arvioinnissaan antanut erityistä merkitystä muun muassa sille, että teletunnistetietojen luovuttaminen vaatii aina tuomioistuimen luvan.

[1065] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5.

[1066] Ks. myös Valtioneuvoston kirjelmä U 67/2001 vp, LaVL 24/2001 vp ja TaVL 28/2001 vp, joissa kiinnitettiin huomiota toimivaltaiselle viranomaiselle annettavia valvonta- ja tutkintavaltuuksia koskevan sääntelyn yhteensopivuudesta perustuslaissa turvattujen perusoikeuksien kanssa.

leet toimivaltaisen viranomaisen tai sellaisten muiden viranomaisten tai markkinoilla toimivien yritysten palveluksessa, joille toimivaltainen viranomainen on siirtänyt valtuuksiaan, myös toimivaltaisen viranomaisen määräämiin tilintarkastajiin ja asiantuntijoihin. Salassapitovelvollisuuden piiriin kuuluvaa tietoa ei saa ilmaista toiselle henkilölle eikä viranomaiselle, ellei laissa toisin säädetä.[1067]

Tiukka salassapitovelvollisuus on tarpeen, jotta varmistettaisiin, että tietojenvaihtoa koskevat sopimukset toimivat ja henkilöiden oikeuksia kunnioitetaan. Rahoitustarkastuslain 36 §:n perusteella Ratalla on salassapitovelvollisuuden estämättä oikeus antaa tietoja muulle rahoitusmarkkinoita valvovalle tai niiden toimivuudesta vastaavalle viranomaiselle tai sellaiselle yhteisölle, joka kotimaassaan lain nojalla hoitaa vastaavaa tehtävää kuin Rata. Lisäksi Ratalla on oikeus antaa tietoja esitutkinta- ja syyttäjäviranomaiselle rikoksen selvittämiseksi sekä valvottavaa ja muuta rahoitusmarkkinoilla toimivaa koskevia tietoja arvopaperimarkkinalaissa tarkoitetulle julkisen kaupankäynnin järjestäjälle, jos tietojen antaminen on välttämätöntä sille säädetyn valvontatehtävän turvaamiseksi.

[1067] Ratan omaa toimintaa koskien sen virkamiehillä on AML 7:3:n ja viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain (621/1999) perusteella salassapitovelvollisuus, jonka mukaan valvontatehtävissä saatuja liikkeeseenlaskijan tai valvottavan taikka jonkun muun henkilön taloudellista asemaa, liike- tai ammattisalaisuutta tai yksityisen henkilökohtaisia oloja koskevat seikat on pidettävä salassa eikä niitä saa käyttää hyväksi, mikäli sitä ei ole säädetty tai asianmukaisessa järjestyksessä määrätty ilmaistavaksi tai ellei se, jonka hyväksi vaitiolovelvollisuus on säädetty, anna suostumustaan sen ilmaisemiseen.

2 Ilmoitusvelvollisuus

2.1 YLEISTÄ ILMOITUSVELVOLLISUUDESTA

AML 5 luvussa on liikkeeseenlaskijoiden, pörssien ja arvopaperinvälittäjien johtoon kuuluville asetettu velvollisuus ilmoittaa sisäpiirirekisteriin omistamansa Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevat osakkeet ja osakkeeseen oikeuttavat arvopaperit. Sisäpiirivalvontaa edistävän ilmoitusvelvollisuuden avulla voidaan havaita mahdollisia sisäpiirin rikkomuksia. Ilmoitusvelvollisuuden tarkoituksena on edistää arvopaperimarkkinoita kohtaan tunnettua luottamusta sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden arvopaperikauppojen julkisuudella. Toisaalta ilmoitusvelvollisten kauppojen julkisuuden tarkoituksena on myös ennaltaehkäistä väärinkäytöksiä lisäämällä markkinoiden läpinäkyvyyttä. Julkisuuden johdosta kuka tahansa voi seurata sisäpiiriin kuuluvien henkilöiden kaupankäyntiä ja tehdä siitä arvioita oman omistuksensa suhteen.[1068]

Toisin kuin sisäpiirintiedon väärinkäytössä, jonka tekijäpiiri on täysin avoin, ilmoitusvelvollisuus määräytyy henkilön aseman mukaan. Ilmoitusvelvollisia koskeva tehokas valvonta edellyttää, että nämä henkilöt ilmoittavat myös ne tahot, joiden päätöksentekoon heillä on mahdollisuus oleellisesti vaikuttaa. Tällaisia ilmoitusvelvollista lähellä olevia tahoja ovat vajaavaltaiset, joiden edunvalvojana ilmoitusvelvollinen toimii, sekä yhteisöt ja säätiöt, joissa ilmoitusvelvollisella on määräysvalta.[1069] Viimeksi mainittujen tahojen ilmoittamisella on haluttu estää sisäpiirisäännösten kiertäminen ilmoitusvelvollisen lähipiiriä hyväksikäyttämällä. Sisäpiirisääntelyllä ei kuitenkaan ole tarkoitettu rajoittaa tai estää noteeratun yhtiön johdon mahdollisuuksia omistaa oman yhtiönsä osakkeita.[1070]

AML 5:6:ään on koottu ne seikat, joista Rahoitustarkastuksella on oikeus antaa määräyksiä. Näitä ovat ilmoitusten tekemiseen, rekisterinpitoon ja rekis-

---

[1068] Ks. Kasanen: Ilmoitusvelvollisten osakeomistus ja -kaupat, s. 87–88, jonka tutkimuksen mukaan ilmoitusvelvollisten tekemien osakekauppojen ajoitus ei tilastollisesti tarkastellen poikennut normaalista tutkimuksen kohteena olleella aikavälillä, joten näyttäisi ilmeiseltä, että ilmoitusvelvollisten kaupat Helsingin Pörssissä eivät olisi merkittävä ilmiö osakemarkkinoiden luotettavuuden tai uskottavuuden kannalta (tutkimus ajanjakso 1.8.1996–31.12.1997).

Vrt. Lakonishok-Lee: Are Insiders' Trades Informative, s. 27, joiden mukaan sisäpiiriläisillä (ilmoitusvelvollisilla) on monia eri syitä myydä, mutta ostamisen pääsyynä on ansaita rahaa. Heidän tutkimuksensa osoittaa, että vain sisäpiiriläisten ostot näyttävät olevan hyödyllisiä.

[1069] HE 157/1988 vp, s. 49.

[1070] Ks. Kasanen: Ilmoitusvelvollisten osakeomistus ja -kaupat, s. 22–23, joka viittaa Yhdysvaltalaisiin tutkimuksiin, joiden mukaan viranomaissääntely tai sen muutokset eivät olisi vaikuttaneet ilmoitusvelvollisten kaupankäynnin volyymiin tai siitä saatuihin ylituottoihin.

terin julkisuuteen liittyvät tarkemmat määräykset. Rata on tämän perusteella määrännyt esimerkiksi siitä, miltä ajalta omistuksen muutokset ovat julkisia ja ilmoitettujen tietojen säilytysajoista sekä niistä tilanteista, joissa rekisterinpitäjä haluaa käyttää hyväkseen mahdollisuuksia järjestää ilmoitusmenettely ja rekisterinpito kokonaan tai osittain arvo-osuusjärjestelmästä saatavien tietojen perusteella.[1071]

2.2 ILMOITUSVELVOLLISET

Ilmoitusvelvollisuus koskee AML 5:2:n mukaan osakkeen julkisen kaupankäynnin kohteeksi liikkeeseen laskeneen yhtiön, arvopaperikeskuksen[1072], arvopaperipörssin, optioyhteisön[1073] ja arvopaperinvälittäjän[1074] hallituksen ja hallintoneuvoston jäsentä ja varajäsentä, toimitusjohtajaa ja toimitusjohtajan varamiestä sekä tilintarkastajaa, varatilintarkastajaa ja tilintarkastusyhteisön toimihenkilöä, jolla on päävastuu yhtiön tilintarkastuksesta. Tähän ryhmään kuuluvilla katsotaan suoraan heidän asemansa perusteella olevan sellainen vaikutus- tai tiedonsaantimahdollisuus, että heidän on ilmoitettava omistuksistaan.[1075]

> Yhtiön johdolla on ollut olemassa ilmoitusvelvollisuus osakeyhtiölain perusteella jo 1970-luvun lopusta asti. Osakeyhtiölain 8:5:n perusteella hallituksen jäsenen ja toimitusjohtajan tulee toimeensa ryhtyessään erityiseen luetteloon tehtävää merkintää varten ilmoittaa hallitukselle yhtiössä ja samaan konserniin kuuluvissa yhtiöissä omistamiensa osakkeiden lukumäärä ja niissä tapahtuvat muutokset. Ilmoitusvelvollisuus koskee myös ilmoitusvelvollisen huollossa olevan alaikäisen lapsen omistamia osakkeita ja niiden muutoksia. Tätä luetteloa on pidettävä yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä.[1076]

[1071] Ks. HE 7/1996 AML 5:6:n yksityiskohtaiset perustelut; Rata 201.5 (ilmoitusvelvollisuudesta) ja 201.6 (sisäpiirirekistereistä).

[1072] Ks. HE 192/1996 AML 5:2 ja 5:4:ien yksityiskohtaiset perustelut, joissa ilmoitusvelvollisuus ulotettiin koskemaan myös arvopaperikeskuksen piirissä toimivia henkilöitä.

[1073] Ks. AML 10:1.2.

[1074] Ks. HE 209/1998 AML 5:4:n yksityiskohtaiset perustelut, joiden mukaan 4 §:n 2 momentti koskien arvopaperinvälittäjän ilmoitusvelvollisia palautettiin lakiin, koska se oli (vahingossa) kumottu lailla 1076/1996 (HE 192/1996).

[1075] Ks. Lakonishok-Lee: Are Insiders' Trades Informative, s. 25, joiden mukaan sisäpiiriläisten kaupankäyntitiedoille on paljon kysyntää, mutta kuitenkin markkinat yllättäen jättävät huomioon ottamatta tämän tiedon, kun sitä raportoidaan.

[1076] Kyseistä luetteloa on, samalla tavalla kuin osakeluetteloa ja osakasluetteloa OYL 3:12:n mukaan, pidettävä yhtiön pääkonttorissa jokaisen nähtävänä. OYL 16:9:n mukaan, joka tahallaan laiminlyö osake- tai osakasluettelon pitämisen tai niiden nähtävänä pitämisen on tuomittava, jollei teko ole vähäinen tai siitä ole muualla laissa säädetty ankarampaa rangaistusta, osakeyhtiörikkomuksesta sakkoon.

Muita ilmoitusvelvollisia ovat meklarit ja arvopaperinvälittäjän palveluksessa olevat henkilöt, joiden tehtävänä on osakkeita tai osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita koskevien toimeksiantojen käsittely tai niitä koskeva sijoitustutkimus, sekä arvopaperikeskuksen, arvopaperipörssin tai muuta julkista kaupankäyntiä tällaisilla arvopapereilla järjestävän arvopaperinvälittäjän muu kuin joku edellä tarkoitettu toimihenkilö. Meklarit ovat luonnollisia henkilöitä, jotka käyvät kauppaa arvopapereilla tai johdannaissopimuksilla[1077]. Arvopapereita koskevia toimeksiantoja käsittelevillä toimihenkilöillä taas tarkoitetaan lähinnä sellaisia henkilöitä, jotka tehtävänkuvauksensa mukaan tai muuten tosiasiallisesti säännöllisesti saavat vastaanottamiensa tai käsittelemiensä toimeksiantojen kautta tietoa, jonka perusteella he voivat päätellä arvopaperin tai arvopaperimarkkinoiden kehityssuunnan. Ilmoitusvelvollisuus koskee myös aina arvopapereilla ja johdannaissopimuksilla tehtyjen kauppojen selvitykseen osallistuvia niin kutsuttuja back-office -toimihenkilöitä.[1078]

Sen sijaan yhteisöt tai säätiöt, joissa ilmoitusvelvollisella yksin tai yhdessä perheenjäsentensä tai toisten ilmoitusvelvollisten taikka heidän perheenjäsenten kanssa on määräysvalta, eivät ole erikseen ilmoitusvelvollisia, vaan kyseisten yhteisöjen ja säätiöiden kaupat tulevat julkisiksi edellä mainittujen luonnollisten henkilöiden kautta.

Lakisääteiset ilmoitusvelvolliset eivät kata kuin osan todellisista sisäpiiriläisistä. Markkinoiden läpinäkyvyyden lisäämiseksi Rata suosittaa määräyksessään, että rekisterinpitäjä merkitsisi sisäpiirirekisteriin myös ne muut henkilöt, jotka tehtävänkuvauksensa mukaan tai muuten tosiasiallisesti saavat säännöllisesti haltuunsa sisäpiirintietoa. Näitä muita henkilöitä voivat olla muun muassa liikkeeseenlaskijan johtoryhmän jäsenet, tärkeimpien toimialojen vastuuhenkilöt, taloudesta, rahoituksesta, lakiasioista, tutkimus- ja kehitystyöstä ja viestinnästä vastaavat henkilöt sekä johdon sihteerit. Menettely ei ole lain vaatima, joten se edellyttää asianomaisen henkilön suostumusta.[1079] Myös pörssi on katsonut tarpeelliseksi ohjeistaa listayhtiöitä määrittämään sisäpiiriläisiksi sellaiset henkilöt, jotka tehtävissään säännöllisesti saavat yhtiön arvopaperin arvoon olennaisesti vaikuttavia tietoja. Pörssin ohjeen mukaan määrättyjä sisäpiiriläisiä koskee sama ilmoitusvelvollisuus kuin lakimääräisiä sisäpiiriläisiäkin.[1080]

[1077] AML 1:4:n 6) kohdan mukaan meklarilla tarkoitetaan luonnollista henkilöä, joka arvopaperinvälittäjän edustajana päätehtävänään tarjoaa sijoituspalvelua.
[1078] Rata 201.5 kohta 2.1 (ilmoitusvelvolliset).
[1079] Rata 201.5 kohta 2.1.
[1080] Helsingin Pörssin sisäpiiriohje kohta 5.2. Pörssin ohjeessa on lueteltu esimerkinomaisesti suunnilleen sama henkilöpiiri kuin Ratan määräyksessä 201.5.

2.3 ILMOITETTAVAT TIEDOT JA OMISTUSTEN JULKISUUS

Ilmoitusvelvollisen on ilmoitettava rekisterinpitäjälle henkilötiedot itsestään ja vajaavaltaisista, joiden edunvalvojana hän toimii, sekä määräysvalta- ja vaikutusvaltayhteisöistään. Ilmoitukset muutoksineen on tehtävä kahden viikon kuluessa ilmoitusvelvollisuuden alkamisesta.[1081] Aika lasketaan siitä, kun henkilö on aloittanut tehtävässä, joten pelkkä valinta tehtävään ei vielä luo ilmoitusvelvollisuutta[1082].

AML 1:5:ssa käsitelty määräysvaltasuhde perustuu ääntenenemmistöön tai oikeuteen nimittää taikka erottaa hallintoelinten jäsenten enemmistö. Määräysvalta, muodostuu se sitten ääntenenemmistön tai nimitysoikeuden kautta, voi perustua vain omistukseen, jäsenyyteen, yhtiöjärjestykseen, yhtiösopimukseen tai niihin verrattaviin sääntöihin taikka muuhun sopimukseen. Omistus itsessään voi olla suoraa tai välillistä, joten määräysvallan omaavan tahon ei tarvitse suoraan olla määräysvaltayhteisönsä osakkeenomistaja. Sopimukseen tai muuhun seikkaan perustuvaa oikeuden käyttöä voi olla omistusosuuden hallinnointi esimerkiksi osakassopimuksen nojalla tai holhottavien kautta toimiminen. Sen sijaan tietyssä luottamustoimessa toimiminen ei perusta määräysvaltasuhdetta, koska luottamushenkilö toimii tässä asemassaan vain todellisen omistajan edustajana. Henkilön asema hallituksen jäsenenä ei sinänsä luo määräysvaltasuhdetta yhteisöön tai sen omistamiin yhteisöihin, koska tällainen suhde ei perustu kyseisen henkilön itsensä omistamaan tai hallinnoimaan enemmistöosuuteen. Jos henkilö sen sijaan on hallituksen jäsen ja omistaja samanaikaisesti, hänelle saattaa syntyä määräysvalta yhteisössä. Määräysvaltasuhteen syntymiselle on riittävää määräysvallan käytön mahdollisuus.[1083]

Rahoitustarkastuksen määräyksen mukaan ilmoitusvelvollisen määräysvaltayhteisöjä ovat ainakin:[1084]
1) yhteisöt tai säätiöt, joiden ääntenenemmistö hänellä on;
2) yhteisöt tai säätiöt, joiden ääntenenemmistöä hänellä on sopimuksen perusteella oikeus yksin käyttää;

[1081] Vrt. Ruotsin "Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument", jonka 6 §:n mukaan sisäpiiri-ilmoituksien ja niiden muutoksien on oltava viiden päivän kuluessa Finansinspektionen:lla. Ks. myös 2000/01:JuU4, s. 1, jonka mukaan ilmoitusten tekoaikaa lyhennettiin aiemmasta 14 päivästä viiteen päivään.

Vrt. Norja, jossa (Lov om verdipapirhandel no. 79, 19.6.1997) lain 3–1§ edellyttää ilmoituksen tekemistä pörssille välittömästi, kuitenkin viimeistään ennen kaupantekopäivää seuraavan päivän kaupankäynnin alkamista.

Vrt. myös Tanska, jossa lain (Bekendtgørelse af lov om værdipapirhandel m.v. LBK nr. 587 af 09/07/2002, 37§) nojalla annetun määräyksen (FT: BEK 774) 2(1)§:n mukaan ilmoitus kaupoista on tehtävä liikkeeseenlaskijalle kaupantekopäivänä.

[1082] Rata 201.5 kohta 2.2.1.3.

[1083] Rata K/1/97/PMO, s. 1–2; Ks. Karjalainen-Parkkonen: Arvopaperimarkkinalaki, s. 49–53.

[1084] Rata 201.5 kohta 2.2.1.1 c).

3) yhteisöt tai säätiöt, joiden hallintoneuvoston, hallituksen tai vastaavan toimielimen jäsenten enemmistön ilmoitusvelvollinen on muutoin oikeutettu nimittämään tai erottamaan;
4) yhteisöt tai säätiöt, joissa ilmoitusvelvollinen voi käyttää määräysvaltaa yhdessä perheenjäsentensä tai toisten ilmoitusvelvollisten taikka heidän perheenjäsenten kanssa;[1085]
5) yhteisöt tai säätiöt, joissa ilmoitusvelvollinen voi käyttää määräysvaltaa vajaavaltaisen kautta, jonka edunvalvojana hän toimii; ja
6) kuolinpesät, jossa ilmoitusvelvollinen on ainoa osakas.

Perheenjäseniksi luetaan henkilöt, jotka perintökaaren (40/1965) 2 luvun mukaan voivat periä ilmoitusvelvollisen sekä näiden puolisoita.[1086] Ratan mukaan myös aviopuolisoon rinnastettavaa henkilöä (avopuoliso) on pidettävä perheenjäsenenä. Perheenjäsenyys kattaa siten ilmoitusvelvollisen puolison ohella rintaperilliset, vanhemmat ja heidän jälkeläisensä, veli- ja sisarpuolet, isovanhemmat ja heidän lapsensa. Lisäksi näiden kaikkien henkilöiden puolisot katsotaan perheenjäseniksi.

Pääsääntönä on, että määräysvalta yksin tai yhdessä edellyttää enemmistöosuutta kohdeyhteisöstä. Määräysvalta yhdessä muodostuu kahden tai useamman säännöksessä (AML 5:2) mainitun henkilön yhteenlasketusta osuudesta, jos nämä osuudet yhdessä muodostavat määräysvallan perustavan enemmistöosuuden. Merkitystä ei sinänsä ole sillä, kuinka suurta osuutta yhteisöstä kukin henkilö yksinään omistaa tai hallinnoi. Samoin ei pääsäännön mukaan merkitystä ole myöskään sillä, mihin ilmoitusvelvollisuuden aiheuttavaan asemaan kunkin henkilön ilmoitusvelvollisuus perustuu. Täten kunkin ilmoitusvelvollisen henkilön on ilmoitettava edellä tarkoitettu yhteisö määräysvaltayhteisökseen. Määräysvalta voi varsinkin toisten ilmoitusvelvollisten ja perheenjäsenten kautta ulottua hyvinkin laajalle, ja siksi Rata on joissain tapauksissa katsonut olevan tarpeen rajoittaa tätä määräysvallan laajuutta.[1087]

Ilmoitusvelvollisella on huomattava vaikutusvalta niissä yhteisöissä tai säätiöissä, joissa hän on toimitusjohtaja, hallituksen- tai hallintoneuvoston jäsen tai varajäsen taikka tilintarkastaja. Myös avoimet yhtiöt, joissa ilmoitusvelvollinen on yhtiömies, ja kommandiittiyhtiöt, joissa hän on vastuunalainen yhtiömies, ovat vaikutusvaltayhteisöjä.[1088] Tilintarkastajien osalta on Rata määräyksessään katsonut, ettei heidän tarvitse ilmoittaa vaikutusvaltayhteisöinään muita rekisterinpitäjiä tai yhteisöjä, joissa he ovat tilintarkastajina.[1089]

Koska ilmoitettavien määräys- ja vaikutusvaltayhteisöjen piiri on varsin laaja, on ilmoitettavien tietojen joukosta jätetty pois suomalaiset ja ulkomaiset

---

[1085] Ks. AML 5:2:n 1 momentin 4) kohta.
[1086] Rata 201.5 kohta 2.2.1.1 c); HE 157/1988 vp, s. 48.
[1087] Rata K/1/97/PMO, s. 2–3.
[1088] AML 5:3:n 2 momentti.
[1089] Rata 201.5 kohta 4.2.1.

asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöt, aatteelliset yhdistykset,[1090] puolueet ja niiden järjestöt sekä taloudelliset yhdistykset[1091]. Kuitenkin edellytyksenä on, etteivät nämä yhteisöt käy aktiivisesti kauppaa arvopapereilla.[1092] Muiden määräys- ja vaikutusvaltayhteisöjen osalta ei ole merkitystä, käyvätkö ne aktiivisesti arvopaperikauppaa vai eivät, vaan ne on aina ilmoitettava.

Ilmoitusvelvollisen on henkilötietojen lisäksi ilmoitettava rekisterinpitäjälle arvopaperiomistuksensa ja niiden vajaavaltaisten arvopaperiomistukset, joiden edunvalvojana hän toimii, sekä määräysvaltayhteisöjensä arvopaperiomistukset. Vaikutusvaltayhteisöjen omistuksia ei tarvitse ilmoittaa.[1093]

Arvopaperit, joita ilmoitusvelvollisten omistusten julkisuus koskee ovat:[1094]

a) Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita ja osakkeeseen oikeuttavia arvopapereita, kuten vaihtovelkakirjoja, optio-oikeuksia (optiotodistukset), optiolainoja, merkintäoikeuksia, talletustodistuksia ja warrantteja;
b) tällaisiin arvopapereihin oikeuttavia muita arvopapereita; ja
c) vakioituja johdannaisia sekä niihin rinnastettavia johdannaisia ja OTC-johdannaisia, sikäli kuin niiden kohde-etuus on Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleva osake tai osakkeeseen osakeyhtiölain mukaan oikeuttava arvopaperi. Korijohdannaisia, kuten indeksijohdannaisia ei siten tarvitse ilmoittaa.

Henkilön ollessa ilmoitusvelvollinen liikkeeseenlaskijalle, eikä liikkeeseenlaskija ole samalla joku muu rekisterinpitoon velvoitettu yhteisö kuten arvopaperinvälittäjä, on hänen ilmoitettava omistuksensa, niiden vajaavaltaisten, joiden edunvalvojana hän toimii, sekä määräysvaltayhteisöjensä omistukset ja niiden muutokset ainoastaan kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeissa ja osakkeisiin

---

[1090] Näitä ovat muun muassa urheilu- ja harrastusseurat, opiskelijajärjestöt ja ammattiliitot.

[1091] Näihin kuuluu esim. metsänhoitoyhdistykset, tienhoitokunnat ja kalastuskunnat.

[1092] Rata 201.5 kohta 4.1; HE 7/1996 AML 5:3:n yksityiskohtaiset perustelut.

[1093] Vrt. Ruotsin "Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument", jonka 5 § 1 kohdan mukaan ilmoitusvelvollisen omistuksiin luetaan myös hänen avio- tai avopuolisonsa omistukset. Samoin ilmoitusvelvollisen omistuksiin luetaan 5 § 3 kohdan mukaan niiden yhtiöiden omistukset, joissa ilmoitusvelvollisella on olennainen vaikutusvalta. Olennainen vaikutusvalta muodostuu muun muassa 10 %:n tai sen ylittävästä omistus- tai ääniosuudesta taikka taloudellisesta osuudesta (=osuus tuottoon). Myös Norjassa (ks. Lov om verdipapirhandel no. 79, 19.6.1997, 3–1§ ja 1–4§) ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa (The Companies Act 1985, 328§ ja 346§) on ilmoitettava puolison omistukset.

[1094] AML 5:2–3 ja 10:1–1b.

Ks. HE 184/2001 vp, s. 44. Lain säännöksillä suojataan julkisen kaupankäynnin eheyttä ja loukkaamattomuutta. Näin ollen ilmoitusvelvollisuus on syytä rajata sellaisiin arvopapereihin, jotka ovat julkisen kaupankäynnin kohteena sekä arvopapereihin, jotka oikeuttavat mainittuihin arvopapereihin. Ilmoitusvelvollisuus ei koske arvopapereita, jotka ovat kaupankäynnin kohteena muussa arvopaperien ostajien ja myyjien yhteensaattamiseksi ammattimaisesti järjestetyssä ja yleisön käytettävissä olevassa kaupankäyntimenettelyssä (AML 3:16).

oikeuttavissa arvopapereissa.[1095] Sen sijaan ilmoitusvelvollisuus muille rekisterinpitäjille, kuten arvopaperinvälittäjille, koskee kaikkia julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita ja niihin liittyviä edellä mainittuja arvopapereita ja johdannaisia.[1096]

Rata on määräyksessään erikseen korostanut sitä, etteivät ilmoitusvelvollinen, vajaavaltainen, jonka edunvalvojana ilmoitusvelvollinen toimii, eikä ilmoitusvelvollisen määräysvaltayhteisö saa hallintarekisteröidä ilmoitusvelvollisuuden piiriin kuuluvia arvopapereita. Tämä koskee vain Suomessa hankittuja arvopapereita, joten ulkomaisessa pörssissä voidaan käydä kauppaa Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena oleviin arvopapereihin oikeuttavilla talletustodistuksilla. Näistä kaupoista on kuitenkin erikseen ilmoitettava sisäpiirirekisteriin.[1097]

Ratalle on AML 5:2,2:ssa annettu mahdollisuus myöntää erityisestä syystä poikkeus omistuksen julkisuudesta. Laissa ei ole asetettu muuta edellytystä poikkeusluvalle kuin erityiset syyt eikä esitöissäkään ole asiasta mitään mainintaa. Tämä jättää Ratalle harkinnanvaltaa sen suhteen, minkälaisten asioiden se katsoo täyttävän erityisten syiden vaatimuksen. Rajoittavana tekijänä voidaan pitää lähinnä vain lain tarkoitusta laajasta ja kattavasta julkisuudesta. Tämä lain tarkoitus tekee poikkeusmahdollisuudet harvinaisiksi.

Rahoitustarkastuslain 24 §:n perusteella Rata voi asettaa ja tuomita maksettavaksi uhkasakon ilmoitusvelvollisuuden tehosteeksi. Uhkasakko voidaan asettaa ilmoitusvelvollisille tarkoitetun tiedonanto- ja asiakirjan esittämisvelvollisuuden tehosteeksi. Uhkasakon asettamista lienee tulkittava siten, että henkilö voidaan velvoittaa antamaan tietoja tai asiakirjoja, jotka liittyvät hänen asemaansa ilmoitusvelvollisena mutta ei siinä tarkoituksessa, että uhkasakolla pakotettaisiin hänet antamaan todisteita itseään vastaan mahdollisen AML 8:3:n mukaisen arvopaperimarkkinarikkomuksen tuomitsemista varten.[1098]

[1095] Ks. HE 184/2001 vp, s. 44.

Ks. myös Kasanen: Ilmoitusvelvollisten osakeomistus ja -kaupat, s. 51 ja 58, jonka tutkimuksen mukaan valtaosa ilmoitusvelvollisista ei käy lainkaan osakekauppaa työnantajansa osakkeilla. Toisaalta kaikista ilmoitusvelvollisten tekemistä kaupoista suurin osa tehtiin määräysvaltayhteisöjen kautta.

[1096] AML 5:2–5 §; Rata 201.5 kohta 3.1; Ks. HE 7/1996 AML 5:4:n yksityiskohtaiset perustelut.

[1097] Rata 201.5 kohta 5.

[1098] Ks. EIS 6 artiklan 2 kappale (syyttömyysolettama).

Ks. Ruotsin lag om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 2000:1087, jonka 19 §:ssä sakon asettaminen tietojen saannin tehosteeksi on mahdollista muille paitsi epäillylle ja hallintoviranomaiselle.

Ks. myös Yhdistyneen kuningaskunnan FSMA 174 §. Tiedot, jotka edellytetty annettavaksi viranomaiselle sen vaatimuksesta, kelpaavat käytettäväksi todisteena muussa kuin rikosprosessissa.

2.4 SISÄPIIRIREKISTERI

Sisäpiirirekisterillä tarkoitetaan AML 5 luvun 5 §:n mukaista sisäpiirin omistusta koskevaa rekisteriä. Sisäpiiri-ilmoitusten vastaanottajana toimii kunkin ilmoitusvelvollisen työnantaja tai se yhteisö, jossa hän toimii luottamustehtävässä. Ilmoitusten vastaanottajina ja rekisterinpitäjinä toimivat siten julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden liikkeeseenlaskijat, arvopaperipörssit, muut julkisen kaupankäynnin järjestäjät, optioyhteisöt, arvopaperikeskukset, selvitysosapuolet[1099], sijoituspalveluyritykset ja luottolaitokset[1100]. Sisäpiirirekisteristä ilmenee jokaisen ilmoitusvelvollisen omistukset ja sellaisen vajaavaltaisen omistukset, jonka edunvalvojana ilmoitusvelvollinen toimii, sekä ilmoitusvelvollisen määräysvaltayhteisön omistukset osakkeissa, osakkeisiin oikeuttavissa arvopapereissa ynnä muissa aiemmin edellä mainituissa arvopapereissa ja johdannaisissa sekä eriteltyinä kaupat ja muut luovutukset. Rekisterissä on myös oltava ilmoitusvelvollisen kohdalla perustiedot vajaavaltaisista henkilöistä sekä määräys- ja vaikutusvaltayhteisöistä ja -säätiöistä.[1101]

Sisäpiirirekisterin riittävän luotettavuuden turvaamiseksi on Rata edellyttänyt rekisterinpitäjän huolehtivan siitä, ettei rekisterin tietoja voi jälkikäteen muuttaa tai poistaa ja että rekisterin tietoja säilytetään arvopaperiomistusten ja niiden muutosten osalta viimeksi kuluneiden viiden vuoden ajalta. Rekisterille on nimettävä vastuullinen henkilö, joka huolehtii rekisterin ohjeistuksesta ja julkisuuden järjestämisestä[1102]. Rekisterissä olevat tiedot ovat julkisia vähintään viimeksi kuluneilta kahdeltatoista kuukaudelta myös ilmoitusvelvollisuuden päättymisen jälkeen. Rekisteritietojen on oltava helposti yleisön saatavilla ja yleisön on voitava saada kulujen korvaamista vastaan niistä otteita ja jäljennöksiä.[1103]

Käytännössä suurin osa liikkeeseenlaskijoiden sisäpiirirekistereistä on nähtävillä Arvopaperikeskuksessa. Arvopaperinvälittäjien yhdistyksen jäsenten sisäpiirirekisterit taas ovat nähtävillä yhdistyksen tiloissa. Arvopaperinvälittäjien osalta tiedot ovat myös nähtävissä Internetissä, ainakin osittain. Suur-

---

[1099] Ks. myös AML 4a:8:n 2 momentti, jossa säädetään selvitysosapuolesta, joka ei toimi ainoastaan omaan lukuunsa.

[1100] Ks. AML 1:4:n 4) kohta, jonka mukaan arvopaperinvälittäjällä tarkoitetaan sekä sijoituspalveluyrityksiä että luottolaitoksia.

[1101] HE 7/1996 AML 5:5:n yksityiskohtaiset perustelut; Rata 201.6 kohta 1.1.

Ks. Rata K/28/99/PMO, jonka mukaan rekisterinpitäjälle asetettu velvollisuus (Rata 201.6 kohta 4) tehdä rekisterimerkintä ilman aiheetonta viivytystä tarkoittaa yhtä viikkoa.

Vrt. Rata K/16/98/PMO, jossa ilman aiheetonta viivytystä tarkoitti enintään yhtä päivää.

[1102] Ks. Rata K/16/98/PMO ja Rata K/28/99/PMO, joissa edellytetään rekisterinpitäjän vastuuhenkilöä ilmoittamaan Ratalle kaikista rekisterinpitäjälle myöhässä tulleista sisäpiiri-ilmoituksista.

[1103] Rata 201.6 kohdat 3 ja 6 ja AML 5:5.

ten pankkien ja pankkiryhmittymien rekisterit ovat nähtävillä niiden pääkonttoreissa tai esimerkiksi Samlinkissa, joka myös tarjoaa rekisterinpitoon liittyviä palveluita Arvopaperikeskuksen ohella.

Arvopaperinvälittäjien osalta on rekisterinpitovelvollisuutta rajoitettu siten, että rekisterinpitäjiä ovat ainoastaan ne suomalaiset luottolaitokset ja ulkomaiset luotto- ja rahoituslaitokset, jotka tarjoavat sijoituspalveluja. Ulkomaisten sijoituspalveluyritysten ja luotto- ja rahoituslaitosten osalta on rekisterinpitovelvollisuuden edellytyksenä lisäksi se, että niillä on Suomessa sivuliike tai sivukonttori, jonka kautta ne tarjoavat näitä sijoituspalveluja. Ulkomaisen liikkeeseenlaskijan on sen sijaan aina pidettävä sisäpiirirekisteriä, ellei Rata ole myöntänyt sille hakemuksesta poikkeuslupaa. Poikkeuksen myöntämisen edellytyksenä on, että liikkeeseenlaskija on kotivaltiossaan velvollinen pitämään vastaavankaltaista julkista rekisteriä ja että sijoittajilla on mahdollisuus tutustua vaivattomasti rekisterin tietoihin.[1104]

2.5 ILMOITUSVELVOLLISUUS RAHASTOYHTIÖISSÄ

Sijoitusrahastolain (SRL) 99 §:n mukainen ilmoitusvelvollisuus on pääosin samanlainen kuin arvopaperimarkkinalain. Ilmoitusvelvollisten piiri kattaa rahastoyhtiön ja säilytysyhteisön luottamushenkilöt[1105] sekä ne rahastoyhtiön henkilöt, joilla on mahdollisuus vaikuttaa sijoitusrahaston varojen sijoittamista koskevan päätöksen tekemiseen,[1106] ja säilytysyhteisön ne henkilöt, joilla on tehtävässään mahdollisuus saada tietoja sijoitusrahaston sijoitustoiminnasta. Henkilö, jonka katsotaan saavan edellä mainittuja tietoja, on ilmoitusvelvollinen vain, jos hän tosiasiallisesti saa säännöllisesti tietoa, jonka perusteella hän voi päätellä arvopaperin tai arvopaperimarkkinoiden kehityssuunnan.[1107] Myös rahastoyhtiölle tehtävissä ilmoituksissa on kerrottava ne vajaavaltaiset, joiden edunvalvojana ilmoitusvelvollinen toimii, sekä ilmoitusvelvollisen määräysvalta- ja vaikutusvaltayhteisöt.

[1104] Rata 201.6 kohdat 1.1, 2.2. ja 2.3.

[1105] Ks. HE 202/1998 vp, s. 66, jossa todetaan 99 §:stä jätetyn pois nimenomaiset maininnat hallituksen jäsenen ja tilintarkastajan varahenkilöistä, koska niitä koskee lain 18 §:ssä ja 36 §:n 3 momentissa olevat yleissäännökset, joiden mukaan kaikki mitä säädetään hallituksen jäsenestä ja tilintarkastajasta koskee myös näiden varahenkilöitä.

[1106] Ks. HE 59/1996 vp, s. 38, jossa todetaan näiden henkilöiden tulevan ilmoitusvelvollisuuden piiriin vasta, kun voidaan osoittaa, että henkilöllä on asemansa lisäksi tosiasiallinen vaikutusmahdollisuus.

Ks. myös Rata 205.3 kohta 2.1, jonka mukaan Rata suosittaa ulkoistamisen osalta sitä, että rahastoyhtiö merkitsee rekisteriin myös ne suomalaisen pankin tai sijoituspalveluyrityksen palveluksessa olevat salkunhoitajat, jotka hoitavat sijoitusrahaston sijoituksia.

[1107] Rata 205.3 kohta 2.1.

Sijoitusrahastolain soveltamisalan laajuus on sisäpiirisäännösten osalta merkittävin ero verrattuna arvopaperimarkkinalain vastaaviin säännöksiin. AML:n mukainen ilmoitusvelvollisuus koskee vain Suomessa julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden ja osakkeeseen oikeuttavien arvopaperien omistusta. SRL:n mukainen ilmoitusvelvollisuus koskee julkisen kaupankäynnin kohteena olevien osakkeiden ja osakkeeseen osakeyhtiölain mukaan oikeuttavien arvopaperien lisäksi ulkomaisia arvopapereita ja muita sijoituskohteita, joihin rahastoyhtiön hallinnoiman sijoitusrahaston varoja voidaan sijoittaa.[1108] Vallitseva tulkinta perustuu siihen, ettei ulkomaisia sijoituskohteita ole nimenomaisesti suljettu pois SRL:n sisäpiirisääntelyn piiristä. Ulkomaisten arvopaperien ilmoitusvelvollisuuden osalta voitaisiin SRL:a sanamuodon mukaan tulkiten päätyä myös siihen lopputulemaan, että viittaus osakeyhtiölakiin rajaa säännöksen soveltamisalan vain suomalaisiin arvopapereihin.[1109]

> Ilmoitusvelvollisuus ei koske tilanteita, joissa rahastoyhtiö hallinnoi niin sanottuja rahasto-osuusrahastoja, joiden sijoituskohteena ovat pelkästään toisten sijoitusrahastojen rahasto-osuudet. Perinteisessä mielessä sisäpiirintiedon käyttö on näissä tapauksissa mahdotonta. Jos sijoitusrahasto-osuudet tulevat joskus julkisen kaupankäynnin kohteeksi, rahasto-osuusrahaston sijoitustoiminnalla on tällöin vaikutusta listattujen kohderahastojen osuuksien arvoon ja tällaisessa tilanteessa sisäpiirintiedon väärinkäyttö olisi mahdollista.[1110]

Rahastoyhtiön osakkeenomistaja tai tähän AML 2:9:n mukaan rinnastettava henkilö on myös ilmoitusvelvollinen. Jos osakkeenomistaja on oikeushenkilö, ilmoitusvelvolliseksi on katsottava edellä mainitun AML:iin kohdistuvan viittauksen perusteella se luonnollinen henkilö, jonka määräysvallassa kyseinen osakkeenomistaja on[1111]. Ilmoitusvelvollisuutta ei siten voi välttää käyttämällä välikäsiä. Rahastoyhtiön osakkeenomistajan on ilmoitettava tiedot vain itsestään ja omistamistaan rahasto-osuuksista sen rahastoyhtiön hallinnoimissa sijoitusrahastoissa, jonka osakkeenomistaja hän on. Hän ei ole velvollinen ilmoittamaan omistuksiaan osakkeissa tai muissa arvopapereissa.[1112] Sisäpiiri-

---

[1108] Ks. Rata 205.3 kohdat 1.7 ja 3.1.

[1109] Harju-Syyrilä: Sijoitusrahastolainsäädäntö, s. 333.

Vrt. HE 184/2001 vp, jossa AML 5:2:n ilmoitusvelvollisuuden osalta tiputettiin pois viittaus osakeyhtiölakiin.

[1110] Harju-Syyrilä: Sijoitusrahastolainsäädäntö, s. 332.

[1111] Ks. Harju-Syyrilä: Sijoitusrahastolainsäädäntö, s. 330. Jos oikeushenkilö ei ole kenenkään luonnollisen henkilön määräysvallassa, vaan omistus on laajalti hajautunut kuten esimerkiksi pörssiyhtiössä normaalisti, ei ilmoitusvelvollisuutta tällöin ole.

[1112] Rata 205.3 kohdat 2.2.1 ja 3.1.

Ks. HE 202/1998 vp, s. 67 sekä HE 59/1996 vp, s. 37. Aiemmin rahastoyhtiön osakkeenomistaja ei saanut omistaa kyseisen rahastoyhtiön hallinnoiman sijoitusrahaston osuuksia. Rajoituksen kumoamisen vastapainoksi osakkeenomistajien rahasto-osuuksien omistuksista tehtiin julkisia.

Ks. myös Harju-Syyrilä: Sijoitusrahastolainsäädäntö, s. 336. Rahastoyhtiön osakkeenomistajien ilmoitusvelvollisuus ei voi alkaa ennen kuin yhtiöllä on toimivia rahastoja, koska heidän

rekisterien pidosta on Rata antanut SRL:n perusteella vastaavanlaiset määräykset rekisterien luotettavuudesta, säilyttämisestä sekä niiden ohjeistamisesta ja julkisuudesta kuin AML:n perusteella[1113].

Rangaistukset ilmoitusvelvollisuuden ja rekisterinpidon rikkomisista määräytyvät AML 8 luvun 3 §:n 1 momentin 3) kohdan perusteella. Säännöksen mukaan velvollisuuksien laiminlyönnistä tuomitaan, jollei teko ole vähäinen tai siitä muualla laissa säädetä ankarampaa rangaistusta, arvopaperimarkkinarikkomuksesta sakkoon. Mielenkiintoista on, ettei sijoitusrahastolaissa ole ilmoitusvelvollisuuden tai rekisterinpidon laiminlyönnistä mainittu mitään rangaistusseuraamusta. Ilmoitusvelvollisuuden tai rekisterinpitovelvollisuuden rikkomisia ei ole ainakaan viime vuosina saatettu rangaistavaksi. Sen sijaan Rata on antanut kaksi kannanottoa, joissa se oli huolissaan sisäpiirirekistereihin tehtävien ilmoitusten myöhästymisistä ja kehotti huolehtimaan sisäpiiri-ilmoituksiin liittyvien velvollisuuksien täyttämisestä.[1114]

2.6 ILMOITUSVELVOLLISUUS DE LEGE FERENDA

Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 6 artiklan 3 kohdan 3 alakohdan mukaan:

> Jäsenvaltioiden on vaadittava, että liikkeeseenlaskijat ja niiden puolesta tai lukuun toimivat henkilöt laativat luettelon henkilöistä, jotka työskentelevät niille joko työsopimuksen perusteella tai muuten ja jotka voivat saada sisäpiirintietoja. Liikkeeseenlaskijat ja niiden puolesta tai lukuun toimivat henkilöt päivittävät kyseisen luettelon säännöllisesti ja toimittavat sen toimivaltaiselle viranomaiselle aina tämän sitä pyytäessä.

Kyseisessä alakohdassa on esitetty, että direktiivin vaatimusten noudattamisen edistämiseksi liikkeeseenlaskijoiden ja niiden puolesta tai lukuun toimivien tahojen on laadittava sisäpiiriläisistä luettelo ja pidettävä sitä ajan tasalla. Vaatimus sisäpiiriläisten luetteloinnista on ulotettu koskemaan liikkeeseenlaskijan lisäksi sen puolesta tai lukuun toimivia henkilöitä, jotka voivat saada sisäpiirintietoa. Tämä saattaa tarkoittaa sitä, että myös liikkeeseenlaskijan lukuun toimivan asianajotoimiston tai muun vastaavan on huolehdittava omalta osaltaan mainitun luettelon ylläpitämisestä. Sisäpiiriläisten luetteloa ei ole tarkoitettu julkiseksi, mutta sen tulee pyydettäessä olla valvontaviranomaisen käytettävissä.

> Suomessa ilmoitusvelvollisista pidetään jatkuvasti ajan tasalla olevaa sisäpiirirekisteriä, josta näkyvät myös kyseisten henkilöiden arvopaperikaupat. Sen

---

ilmoitusvelvollisuutensa sisältönä on vain yhtiön hallinnoimien sijoitusrahastojen osuuksien ilmoittaminen.

[1113] Ks. Rata 205.4 kohta 3 ja SRL 100 §.

[1114] Ks. Rata K/16/98/PMO ja Rata K/28/99/PMO.

> lisäksi pörssi on antanut sisäpiiriohjeen, jossa yhtiöitä kehotetaan liittämään sisäpiirirekisteriin lakimääräisten ilmoitusvelvollisten ohella ne muut henkilöt, jotka tehtävissään säännöllisesti saavat sisäpiirintietoa eli niin sanotut määrätyt sisäpiiriläiset. Sisäpiiriohjeessa käsitellään myös hankekohtaisia sisäpiirirekistereitä, joiden tarkoituksena on pitää luetteloa kaikista henkilöistä, jotka ovat saaneet sisäpiirintietoa jostain yksittäisestä hankkeesta.

Kolmannen alakohdan idea on lähinnä sama kuin pörssin sisäpiiriohjeen määrättyjä sisäpiiriläisiä koskeva suositus. Luetteloon tulisivat ne yhtiön määrittelemät henkilöt, jotka voivat saada sisäpiirintietoa. Suomen tämän hetkiseen tilaan verrattuna säännös toisi sen muutoksen, että lakimääräisten sisäpiiriläisten joukko laajenisi vastaamaan pörssin ohjeessa mainittuja määrättyjä sisäpiiriläisiä. Näiden henkilöiden osalta ei artiklassa kuitenkaan ole asetettu mitään omistusten ilmoitusvelvollisuutta eikä niitä koskevaa julkisuusvaatimusta.[1115]

> Artiklan 6(4) mukaan liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöiden ja tarvittaessa näiden lähipiiriin kuuluvien henkilöiden on ainakin ilmoitettava toimivaltaiselle viranomaiselle kaikki omaan lukuunsa tekemänsä liiketoimet, jotka koskevat kyseisen liikkeeseenlaskijan osakkeita tai niihin liittyviä rahoitusjohdannaisia tai muita rahoitusvälineitä. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että kyseisiä liiketoimia koskevat tiedot ovat helposti ja mahdollisimman nopeasti kaikkien saatavilla ainakin yksittäin.

Artikla 6(4) täydentää edellä alakohdassa 3 mainittua sisäpiiriläisten luetteloa siltä osin, että se asettaa *ainakin* liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöille velvollisuuden ilmoittaa viranomaiselle kaupankäyntinsä oman yhtiönsä osakkeilla ja niihin liittyvillä rahoitusvälineillä. Tarpeen vaatiessa ilmoitusvelvollisuus on ulotettavissa koskemaan myös johtohenkilöiden lähipiirissä olevia henkilöitä. Lähipiiriin kuuluvat todennäköisesti perheenjäsenistä alaikäiset lapset ja ehkä myös puoliso, mutta lähipiiriin kuulunee lisäksi johtohenkilöiden määräys- ja vaikutusvaltavaltayhteisöjä[1116]. Markkinoiden läpinäkyvyyden edistämiseksi edellä mainittuja henkilöitä koskevat tiedot tulisivat myös olla helposti kaikkien saatavilla. Suomessa tietojen saatavuuden helppous ei tällä hetkellä käytössä olevan SIRE-järjestelmän avulla todellisuudessa toteudu, vaan tiedot tulisi lisäksi saada esimerkiksi Internetin kautta. Vasta silloin olisi kaikilla käytännössä mahdollisuus päästä näihin tietoihin käsiksi asuinpaikasta riippumatta.

[1115] Vrt. Lag on anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 2000:1087. Ruotsissa hallituksen jäsenten, toimitusjohtajan ja tilintarkastajien ilmoitusvelvollisuuden lisäksi yhtiön on määriteltävä lain 3 §:n mukaan ne omistuksensa ilmoittamaan joutuvat yhtiön johtoon kuuluvat henkilöt tai muut työntekijät, joiden asemansa tai tehtävänsä perusteella voidaan normaalisti katsoa pääsevän käsiksi sisäpiirintietoihin. Näiden henkilöiden ilmoitusvelvollisuus ei kuitenkaan 7 §:n mukaan ala, ennen kuin yhtiö on heille kirjallisesti ilmoittanut ilmoitusvelvollisuudesta.

[1116] Ks. lähipiirin osalta Ruotsi Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, 5§; Norja Lov om verdipapirhandel no. 79, 19.6.1997, 3–1§ ja 1–4§; Yhdistynyt kuningaskunta The Companies Act 1985, 324§, 328§ ja 346§.

3 Kansainvälinen yhteistyö de lege ferenda

Jatkuvasti lisääntyvän rajat ylittävän toiminnan johdosta markkinoiden väärinkäyttö -direktiivissä säädetään kattavista yhteistyöjärjestelyistä erityisesti tutkinnan ja vastuunjaon suhteen. Arvopaperimarkkinoiden kansainvälistyminen on lisännyt todellista tarvetta aitoon kansainväliseen sääntelyyn ja valvontaan. Tämä voi tapahtua sääntelyn lisääntyvällä harmonisoinnilla tai laajemmalla viranomaisten välisellä yhteistyöllä[1117]. Ajatus yhteistyöstä ei ole uusi, vaan sitä on harjoitettu koko ajan. Kyse on lähinnä siitä, ettei yhteistyö vieläkään ole noussut sille tasolle, millä sen pitäisi olla yhteismarkkinoilla, joilla palveluiden tarjoaminen on täysin vapaata.

Yhteistyötä varten muodostettiin jo vuonna 1997 Fesco, nykyisin CESR.[1118] Fescon jäsenten välille solmittiin tammikuussa 1999 yhteistyösopimus[1119]. Tämän sopimuksen perusteella perustettiin Fescopol, nykyisin CESR-Pol, yhteistyösopimuksen toimivuutta seuraamaan sekä muutenkin kehittämään yhteistyötä. CESR-Pol kokoontuu säännöllisesti muutaman kerran vuodessa vaihtamaan arvopaperimarkkinarikosten valvontaan ja tutkintaan liittyviä kokemuksia.

Toimivaltaisten viranomaisten välisestä yhteistyöstä säädetään 16 artiklassa:

1. Toimivaltaisten viranomaisten on toimittava yhteistyössä keskenään, kun se on heidän tehtäviensä suorittamiseksi tarpeen käyttäen siihen kaikkia joko tässä direktiivissä tai kansallisessa lainsäädännössä säädettyjä valtuuksiaan. Toimivaltaisten viranomaisten on avustettava muiden jäsenvaltioiden toimivaltaisia viranomaisia. Niiden on erityisesti vaihdettava tietoja ja harjoitettava yhteistyötä tutkintatoiminnassaan.
2. Toimivaltaisten viranomaisten on pyynnöstä välittömästi toimitettava 1 kohdassa tarkoitettua tarvetta varten tarvittavat tiedot. Tarvittaessa pyynnön saaneiden toimivaltaisten viranomaisten on välittömästi toteutettava tarvittavat toimenpiteet kerätäkseen pyydetyt tiedot. Jos pyynnön kohteena oleva toimivaltainen viranomainen ei pysty toimittamaan pyydettyjä tietoja välittömästi, sen on ilmoitettava pyynnön esittäneelle toimivaltaiselle viranomaiselle syyt tähän. Näin toimitettuja tietoja koskee

---

[1117] Niemeyer: Where to Go after the Lamfalussy Report, s. 59.

[1118] Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitea eli CESR (the Committee of European Securities Regulators) perustettiin komission päätöksellä 2001/527/EY, 6.6.2001. CESR:n tehtävänä on avustaa komissiota arvopaperipolitiikkaa koskevissa asioissa sekä arvopaperialan täytäntöönpanotoimia koskevissa ehdotuksissa. Komitea toimii riippumattomana elimenä, joka pohtii arvopaperimarkkinoihin liittyviä asioita ja pyrkii edesauttamaan yhteisön lainsäädännön yhdenmukaista ja oikea-aikaista täytäntöönpanoa jäsenvaltioissa tehostamalla yhteistyötä valvontaviranomaisten välillä, suorittamalla vertaisarviointeja ja edistämällä parhaita käytäntöjä.
Ks. myös Manninen: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi, s. 264–265.

[1119] Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Market Surveillance, MoU.

salassapitovelvollisuus, jota sovelletaan tiedot vastaanottavien toimivaltaisten viranomaisten palveluksessa oleviin tai aiemmin olleisiin henkilöihin.

Toimivaltaiset viranomaiset voivat kieltäytyä toimittamasta pyydettyjä tietoja, jos:
- tietojen antaminen voisi vaikuttaa haitallisesti pyynnön saaneen jäsenvaltion täysivaltaisuuteen, turvallisuuteen tai yleiseen järjestykseen;
- pyynnön tarkoittamia toimia ja henkilöitä koskeva oikeudenkäynti on pantu vireille pyynnön saaneessa jäsenvaltiossa; tai
- pyynnön saaneessa jäsenvaltiossa on jo annettu näitä henkilöitä ja näitä tekoja koskeva lainvoimainen tuomio.

Tällöin niiden on ilmoitettava asiasta pyynnön esittäneelle toimivaltaiselle viranomaiselle ja toimitettava mahdollisimman yksityiskohtaisia tietoja kyseisestä oikeudenkäynnistä tai tuomiosta.

Toimivaltainen viranomainen, jonka tietojensaantipyyntöä ei täytetä kohtuullisessa ajassa tai jonka tietojensaantipyynnön täyttämisestä kieltäydytään, voi viedä täyttämättä jättämisen Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komiteaan, jossa asiasta keskustellaan nopeaan ja tehokkaaseen ratkaisuun pääsemiseksi, sanotun kuitenkaan rajoittamatta perustamissopimuksen 226 artiklan[1120] soveltamista.

Toimivaltaisilla viranomaisilla, jotka saavat 1 kohdan mukaisesti tietoja, on oikeus käyttää saamiaan tietoja ainoastaan tässä direktiivissä tarkoitettujen tehtäviensä hoitamiseen sekä näiden tehtävien hoitoon nimenomaan liittyvän hallinto- tai tuomioistuinmenettelyn yhteydessä, sanotun kuitenkaan rajoittamatta tuomioistuinmenettelyyn rikosasioissa liittyvien velvollisuuksien noudattamista. Tiedot antavan toimivaltaisen viranomaisen suostumuksella tiedot vastaanottava viranomainen saa kuitenkin käyttää niitä muihinkin tarkoituksiin tai luovuttaa ne edelleen muiden valtioiden toimivaltaisille viranomaisille.

Tutkintamenettelyiden tehokkuuden varmistamiseksi ja rajat ylittävien väärinkäytöskäytäntöjen muodostumisen estämiseksi vastaukset toisen toimivaltaisen viranomaisen pyytämiin tietoihin olisi toimitettava mahdollisimman pikaisesti. Toimivaltaisilla viranomaisilla on mahdollisuus kuitenkin kieltäytyä luovuttamasta tietoja, jos oikeudenkäynnit on jo aloitettu tai lainvoimaiset päätökset annettu kyseisen tutkinnan kohteena olevien toimenpiteiden osalta tai sellaisissa erityistapauksissa, joissa kyseessä ovat jäsenvaltioiden tärkeät ja oikeutetut edut kuten täysivaltaisuus, turvallisuus tai yleinen järjestys. Näiden viimeksi mainittujen kieltäytymisperusteiden osalta edellytetään lisäksi sitä, että tietojen

---

[1120] Perustamissopimuksen 226 artikla: "Jos komissio katsoo, että jäsenvaltio on jättänyt täyttämättä sille tämän sopimuksen mukaan kuuluvan velvollisuuden, komissio antaa asiasta lausunnon perusteluineen varattuaan ensin sille valtiolle, jota asia koskee, tilaisuuden esittää huomautuksensa. Jos valtio, jota asia koskee, ei noudata lausuntoa komission asettamassa määräajassa, komissio voi saattaa asian yhteisön tuomioistuimen käsiteltäväksi."

antaminen vaikuttaisi haitallisesti tietojen antajaan.[1121] Kieltäytymisperusteiden luettelo vaikuttaa tyhjentävältä sikäli, että artiklan tarkoitus näyttää olevan entisestään tehostaa kansainvälistä yhteistyötä, jolloin ei voisi olla mahdollista, että kansallisesti sallittaisiin keksiä lisää kieltäytymisperusteita.

Rahoitustarkastuslain 36 §:n perusteella Ratalla on oikeus antaa tarpeellisia tietoja sellaiselle yhteisölle, joka kotimaassaan lain nojalla hoitaa vastaavaa tehtävää kuin Rata. Artiklan toinen kohta edellyttää toimivaltaista viranomaista pyynnöstä välittömästi luovuttamaan kaikki tarpeelliset tiedot. Säännös ei edellä mainittuja kieltäytymisperusteita lukuun ottamatta jätä viranomaiselle harkintaa asian suhteen kuten rahoitustarkastuslaki tällä hetkellä. Tältä osin viranomaisten välistä yhteistyötä koskeva sääntely tulee tiukentumaan.

Artiklan asettaman positiivisen yhteistyövelvoitteen tarkoitus on selvästi tehdä yhteistyö mahdollisimman tiiviiksi ja aukottomaksi, koska käytännössä rajat ylittävissä tutkimuksissa on tietojen toimittamisen suhteen ilmennyt tarpeetonta viivästymistä tai toimitetut tiedot ovat olleet muuten puutteellisia. Nämä ovat kuitenkin seikkoja, joita ei voida pelkällä velvoitteiden asettamisella ratkaista, vaan niiden hoitamiseen tarvitaan myös käytännössä toimivia keinoja kuten artiklan kohdan 2 alakohdassa 4 esitetään. Kyseisen alakohdan mukaan tapaus voidaan saattaa CESR:n käsiteltäväksi, jos toisen viranomaisen tietojensaantipyyntöä ei täytetä kohtuullisessa ajassa tai sen täyttämisestä kieltäydytään. CESR pyrkii ratkomaan yhteistyöongelmat keskustelemalla, koska sillä ei ole suoranaista määräysvaltaa jäseniinsä.[1122]

Arvopaperimarkkinoita koskevassa kansainvälisessä yhteistyössä on usein suhtauduttu kielteisesti virka-apuna annettujen tietojen luovuttamiseen muille kuin arvopaperimarkkinoita valvoville viranomaisille. Tämä koskee erityisesti veroviranomaisia. Sisäpiiririkostutkinnassa tiedonsaantipyyntöihin annetuissa vastauksissa on tietojen käytön edellytykseksi lähes poikkeuksetta asetettu, että tietoja saadaan käyttää vain siihen tarkoitukseen, johon niitä on pyydetty ja siitä johtuviin oikeudenkäynteihin mukaan lukien rikosoikeudenkäynnit. Tietojen käyttö muihin tarkoituksiin on mahdollista vain tiedot antaneen viranomaisen suostumuksella. Artiklan kohdan 2 alakohta 5 vahvistaa tämän käytännön.[1123]

> Artiklassa 16(3) todetaan, että jos toimivaltainen viranomainen on vakuuttunut, että tämän direktiivin säännösten vastaisia tekoja harjoitetaan tai on harjoitettu toisen jäsenvaltion alueella tai että teot vaikuttavat toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevilla säännellyillä markkinoilla kaupattuihin rahoitusvälineisiin, sen on ilmoitettava tästä toisen jäsenvaltion toimivaltaiselle viran-

---

[1121] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 11–12.

[1122] Ks. Rahoitustarkastus tiedottaa 2/2002. Arvopaperivalvojien kansainvälinen yhteistyöelin IOSCO on myös saanut valmiiksi jäsentensä välisen sopimuksen avunannosta, yhteistyöstä ja tietojen vaihdosta (MoU, Memorandum of Understanding).

[1123] Uudessa rahoitustarkastuslaissa on 36 §:n 3 momentissa säädetty samasta asiasta.

omaiselle mahdollisimman selkeällä tavalla. Toisen jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen on toteutettava aiheelliset toimenpiteet. Sen on ilmoitettava asiasta ilmoittaneelle toimivaltaiselle viranomaiselle lopputuloksesta ja mahdollisuuksien mukaisesti myös merkittävistä tapahtumista ennen tätä. Tällä kohdalla ei rajoiteta tiedot välittäneen toimivaltaisen viranomaisen valtuuksia. Eri jäsenvaltioiden toimivaltaiset viranomaiset, joilla on toimivalta 10 artiklassa tarkoitetuissa asioissa, kuulevat toisiaan ehdotetuista seurantatoimista.

Toimivaltaisen viranomaisen ollessa vakuuttunut siitä, että sen maantieteellisen toiminta-alueen ulkopuolella esiintyy tai on esiintynyt markkinoiden väärinkäyttöä, joka vaikuttaa muihin jäsenvaltioihin, kyseisen viranomaisen on ilmoitettava asiasta toisten jäsenvaltioiden viranomaisille. Säännöksen edellyttämän toiminnan tarkoituksena on pyrkiä välttämään mahdolliset aukot valvonnassa.[1124] Tehokkaan yhteistyön toteutumisen kannalta havaintojen ilmoittamisen toisen maan viranomaiselle pitäisi tapahtua jo siinä vaiheessa, kun viranomainen epäilee alueensa ulkopuolella esiintyvän markkinoiden väärinkäyttöä. Selvää pitäisi myös olla, että tiedon saaneen viranomaisen tulisi ryhtyä tarvittaviin toimiin tällaisen vihjeen saatuaan. Artiklan onkin tältä osin katsottava asettavan vain vähimmäisvaatimuksen toimivalle valvonnalle yhteismarkkinoilla.

Artiklassa 16(4) laajennetaan viranomaisten välisen yhteistyön mahdollisuutta siten, että toimivaltainen viranomainen voi pyytää myös oman henkilöstönsä mukanaolon sallimista toisen jäsenvaltion alueella suoritettavan tutkinnan aikana.

Kohdan 4 mukaan jäsenvaltion toimivaltainen viranomainen voi pyytää, että toisen jäsenvaltion toimivaltainen viranomainen suorittaa alueellaan tutkimuksen.

Se voi lisäksi pyytää, että sen oman henkilöstön jäsen saa olla läsnä kyseisen toisen jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen henkilöstön suorittaessa tutkimusta.

Tutkimus tapahtuu kuitenkin koko ajan sen jäsenvaltion kokonaisvalvonnassa, jonka alueella se suoritetaan.

Toimivaltaiset viranomaiset voivat kieltäytyä suorittamasta tämän kohdan ensimmäisessä alakohdassa säädettyä tutkimusta tai sallimasta toisessa alakohdassa säädettyä toisen jäsenvaltion henkilöstön läsnäoloa sen henkilöstön suorittamien tutkimusten aikana, jos tällainen tutkimus voisi vaikuttaa haitallisesti pyynnön saaneen valtion täysivaltaisuuteen, turvallisuuteen tai yleiseen järjestykseen taikka jos pyynnön tarkoittamia toimia ja henkilöitä koskeva oikeudenkäynti on pantu vireille pyynnön saaneessa valtiossa tai jos pyynnön saaneessa valtiossa on jo annettu näitä henkilöitä ja näitä tekoja koskeva lainvoimainen tuomio. Tällöin näiden viranomaisten on ilmoitettava pyynnön tehneen valtion toimivaltaiselle viranomaiselle tästä asianmukai-

[1124] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 12.

sesti antaen mahdollisimman tarkat tiedot kyseisestä oikeudenkäynnistä tai tuomiosta.

Toimivaltainen viranomainen, jonka pyyntöä tutkimuksen aloittamisesta tai oman henkilöstönsä läsnäolosta toisen jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen tutkimuksissa ei täytetä kohtuullisessa ajassa tai jonka pyynnön täyttämisestä kieltäydytään, voi viedä täyttämättä jättämisen Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komiteaan, jossa asiasta keskustellaan nopeaan ja tehokkaaseen ratkaisuun pääsemiseksi, sanotun kuitenkaan rajoittamatta perustamissopimuksen 226 artiklan määräysten soveltamista.

Rajat ylittävä yhdessä tehty tutkinta voi olla täydentävä väline, jonka avulla tutkinnan tehokkuutta saadaan parannettua. Tällainen tutkinta on kuitenkin aina toteutettava sen jäsenvaltion vastuulla, jonka alueella se suoritetaan.[1125] Ajatus säännöksen taustalla on, että jäsenvaltion toimivaltaisen viranomaisen suorittaessa tutkintaa läsnä oleva toisen maan viranomainen, jonka alueella tapahtuneeseen väärinkäyttöön kyseinen tutkinta liittyy, voi heti paikan päällä tehdä tarvittavia lisäkysymyksiä ja -selvityksiä isäntämaan viranomaisen kautta. Näin on varsinkin kiireellisissä tapauksissa mahdollista nopeuttaa asian etenemistä verrattuna postitse lähetettyihin kirjallisiin virka-apupyyntöihin ja niistä mahdollisesti aiheutuviin lisäpyyntöihin. Säännös tarjoaa konkreettisen keinon käytännön yhteistyön edistämiseksi.

Artikla 16(5) antaa komissiolle mahdollisuuden päättää tietojenvaihtomenettelyä ja rajat ylittäviä tarkastuksia koskevista yksityiskohdista komiteamenettelyä käyttäen. Aikataulua tietojen toimittamisesta yhdeltä toimivaltaiselta viranomaiselta toiselle voidaan myöhemmin muuttaa tekniikan kehittymisen myötä mahdollisesti tulevien uusien viestintäkanavien tai uudentyyppisen raportoinnin johdosta. Vain mukauttamalla direktiiviä nopeasti näihin teknisiin muutoksiin voidaan taata, että toimivaltaisten viranomaisten rajat ylittävä yhteistyö on nopeaa ja tehokasta.[1126]

Kansainvälisessä yhteistyössä on useita huomioon otettavia seikkoja, jotka vaikuttavat vastuun jakamiseen eri maiden viranomaisten kesken. Aluksi on esimerkiksi ratkaistava, missä maassa asia olisi kaikkein soveltuvinta hoitaa. Tähän liittyy kysymys siitä, minkä maiden viranomaisilla on potentiaalinen intressi ryhtyä toimenpiteisiin väärinkäytöksen suhteen. Harkittaessa sitä, minkä maan viranomainen tutkinnan suorittaa tai kenellä useista viranomaisista on päävastuu tutkinnasta, joudutaan kiinnittämään huomiota muun muassa todistajien, epäiltyjen, markkinoiden sekä rikoshyödyn sijaintipaikkaan. Tällä direktiivillä pyritään osaltaan vaikuttamaan siihen, ettei näissä tapauksissa tarvitsisi ottaa huomioon viranomaisten käytettävissä

[1125] Ibid.
Vrt. sisäpiiridirektiivi 10 artiklaan, jossa yhteistyövelvoite on huomattavasti suppeampi.
[1126] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 12.

olevia valtuuksia ja sanktioita, koska ne olisivat kaikilla suunnilleen samanlaiset[1127]. Asioiden käsittelyä helpottamaan on Euroopassa luotu yhteistyöelin CESR-Pol.

[1127] Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 37), jonka mukaan kussakin jäsenvaltiossa toimivaltaisen viranomaisen käytössä oleva yhteisesti sovittu tehokkaiden keinojen ja valtuuksien vähimmäisvälineistö takaa valvonnan tehokkuuden.

4 Lopuksi sisäpiirivalvonnasta

Sisäpiirivalvonnassa ja –tutkinnassa todellinen haaste on yleensä löytää tapauksia, joissa olisi *konkreettisia* rikosepäilyjä. Kyse on siitä, ettei edes alun alkaen ole varmaa, onko mitään rikosta tapahtunut, ja jos on, niin ketkä ovat ne henkilöt, joihin tutkinta pitäisi kohdistaa.[1128] Tutkinnassa on pääsääntöisesti selvitettävissä arvopaperikauppojen osapuolet sekä ainakin lähtökohtaisesti ne henkilöt, jotka ovat päässeet käsiksi sisäpiirintietoon. Käytännössä suurin vaikeus kulminoituu ennen kaikkea siihen seikkaan, miten osoittaa jonkun, kenen tahansa, arvopaperikauppoja tehneen henkilön ja sisäpiirintiedon välinen yhteys, ellei kaupankävijä ole itse sisäpiiriläinen.[1129] Usein talousrikoksissa potentiaalinen tekijäpiiri on tiedossa ja ongelmana on lähinnä erottaa laiton toiminta laillisesta taikka kohdentaa rikosvastuu oikeisiin henkilöihin. Mahdollisen rikoksentekijän löytämiseen liittyvät vaikeudet ovat tutumpia perinteisille rikoksille kuin talousrikoksille.

Poliisille lähetettävät tapaukset arvioidaan Ratassa tosiasiallisesti sen suhteen, täyttyykö tutkinnan toimittamiskynnys esitutkintalain mukaan, koska mitään erityisiä kriteereitä ilmoituksen tekemisestä poliisille ei ole annettu muissa laeissa. Esitutkintalain 2 §:n mukaan poliisin on suoritettava esitutkinta, kun sille tehdyn ilmoituksen perusteella tai muutoin *on syytä epäillä*, että rikos on tehty[1130]. Ratassa syytä epäillä -kynnys on katsottu yleensä täyttyneeksi silloin, kun kaupankävijä on ensimmäisen asteen sisäpiiriläinen, eli hänen nimensä löytyy hankekohtaisesta sisäpiirirekisteristä, tai sisäpiirintiedon ja kaupankävijän välille on löydetty jokin muu yhteys. Tällaisen yhteyden toteennäyttäminen perustuu lähinnä aihetodisteisiin, joilla pyritään osoittamaan kaupankävijän tunteneen tai muuten olleen ennen kaupantekoa yhteydessä sellaiseen henkilöön, jolla oli sisäpiirintietoa hallussaan.

[1128] Ks. Larsson: Hunting Ghosts, s. 64.

[1129] Ks. Huhtamäki: Pankkeihin kohdistuneet rikokset 1980- ja 1990 luvulla, s. 203, joka toteaa Yhdysvalloissa syyttäjäviranomaisten pitävän sitovan näytön esittämistä monissa talousrikosjutuissa lähes mahdottomana ilman jonkun tekoon osallistuneen "kääntymistä" syyttäjän todistajaksi.

[1130] Ks. Insiderstrafflag 2000:1086, 14 §, jonka mukaan Ruotsin FI:n on tehtävä ilmoitus syyttäjälle niin pian kuin on syytä olettaa rikoksen tapahtuneen.

Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 67, jonka mukaan on ongelmallista, ettei Ruotsin laissa ole tarkemmin määritelty sitä, milloin epäilty sisäpiiritapaus tulee lähettää syyttäjälle.

Ks. myös Code monétaire et financier, 15.11.2001 (loi n° 2001–1062). Ranskassa lain 621–17 § 3:n mukaan COB:n on ilmoitettava yleiselle syyttäjälle tutkinnassa havaitsemistaan sisäpiiririkoksista (Délit d'initié 465–1 §).

Käytännössä sukulaisuussuhde on useimmiten ollut sisäpiirintiedon ja kaupankävijän yhdistävä linkki. Jos poliisin suorittamalta esitutkinnalta ei todennäköisesti ole odotettavissa lisänäyttöä, ei yksinomaan tällaisen sukulaisuuteen perustuvan yhteyden löytyminen enää välttämättä aiheuta tapauksen lähettämistä poliisille. Tähän päätösharkintaan on luonnollisesti vaikuttanut se, että syyttäjät ovat syyttämättäjättämispäätöksissään useaan otteeseen katsoneet sukulaisuussuhteen riittämättömäksi näytöksi syytteen nostamiseen. Niissä tilanteissa, joissa tapaus lähetetään poliisille esitutkintaan, Rata antaa poliisin pyytäessä asiantuntija-apua tutkinnassa ja on myös tarvittaessa poliisin mukana sen suorittaessa etsintöjä esimerkiksi arvopaperinvälittäjän tiloissa. Tutkinnan vetovastuu on kuitenkin tässä vaiheessa aina poliisilla. Tuomioistuimissa Ratan edustajat esiintyvät lähinnä asiantuntijatodistajina syyttäjän pyynnöstä.

Runsaan viiden viime vuoden aikana Suomessa syytteen sisäpiiririkoksesta on saanut kahdeksan henkilöä, joista seitsemän tuomittiin rangaistukseen. Tämä tuntuu viittaavan korkeaan syytekynnykseen, koska oikeuteen näyttävät päätyvän vain ne tapaukset, joissa tuomio on lähes varma. Toisaalta on todettava, että syyttämättäjättämispäätöksissä perusteena käytetty "ei riittävää näyttöä" kertoo sen, että näytön saaminen sisäpiiririkoksista on todella vaikeaa eikä asiaa siksi voi ohittaa vain vetoamalla korkeaan syytekynnykseen.[1131] On selvää, että epävarmuustilanteessa syyttäjän on punnittava rikoksen selvittämisintressiä ja epäillyn oikeusturvaintressiä keskenään[1132]. Syyttäjän päätöksenteon kannalta katsoen rikosvastuun toteuttamistavoite tarkoittaa selvittämisintressistä huolehtimista, mikä epävarmuustilanteessa periaatteessa puhuu syytteen nostamisen puolesta. Toisaalta taas yksilön oikeusturvavaatimuksen keskeinen sisältö on huolehtiminen siitä, että syytön henkilö ei joudu syytteeseen.[1133]

Yksi lähtökohtainen edellytys riittävän näytön saamiseksi sisäpiiririkosten tutkinnassa olisi nykyistä laajempien tutkintavaltuuksien myöntäminen sisäpiiririkoksia ensi vaiheessa tutkivalle viranomaiselle.[1134] Ei ole epäiltyjen rikosten

---

[1131] Ks. Rautio: Rikosoikeus (Arvopaperimarkkinarikokset), s. 1491–1492. Arvopaperimarkkinoilla epäillyistä väärinkäytöksistä on varsin harvoin saatu sellaista näyttöä, että se olisi johtanut syytteeseen.

Ks. Jonkka: Rikosprosessioikeuden yleisistä opeista, s. 124. Syytekynnystä ilmaiseva käsite osoittaa lainsäätäjän tarkoittaneen syytteen nostamisen olevan mahdollista vähäisemmällä näytöllä kuin vaaditaan syypääksi toteavaan tuomioon.

[1132] Jonkka: Syytekynnys, s. 248.

[1133] Jonkka: Syyttäjän päätöksenteon empiiristä ja normatiivista tarkastelua, s. 64–66; Ks. Jonkka: Eräitä näkökohtia perusoikeuksien toteutumisesta erityisesti rikosprosessissa, s. 1259–1260.

[1134] Ks. HE 175/2002 vp, s. 26. Esityksen (uudeksi rahoitustarkastuslaiksi) yleisenä tavoitteena on yhtäältä varmistaa tehokas ja joustava rahoitusvalvonta nopeasti muuttuvilla rahoitusmarkkinoilla kehittämällä Rahoitustarkastuksen toimintatapoja ja laajentamalla Rahoitustarkastuksen toimivaltuuksia sekä toisaalta lisätä toimintavaltuuksien laajentamisen vastapainoksi Rahoitustar-

selvittämisen kannalta tehokasta, jos ensi vaiheen viranomainen toimii vähäisemmillä valtuuksilla ja lähettää suuremmilla valtuuksilla toimivalle viranomaiselle jatkotutkintaan vain ne epäilyttävät tapaukset, jotka se on näillä vähäisemmillä valtuuksilla mahdollisesti havainnut. Tällöin moni tapaus saattaa jäädä löytämättä ja selvittämättä. Kiinnijäämisriski on eräs keskeinen rikoksia ennaltaehkäisevä tekijä. Jos henkilö mieltää tuon riskin vähäiseksi, se ei estä väärinkäytöksiä. Pelkkien laissa määriteltyjen ankarienkaan rangaistusten ei ole havaittu olevan niin tehokkaita estämään rikoksia kuin kiinnijäämisriskin.[1135] Valvontaviranomaisen nykyiset valtuudet riittävät arvopaperimarkkinoiden valvontaan, mutta eivät sisäpiiririkosten tutkintaan.[1136] Tarpeeksi laajojen valtuuksien lisäksi viranomaisella on oltava resursseja tutkinnan suorittamiseen.

Kiinnijäämistodennäköisyyttä pohdittaessa rikostaloustieteessä ratkaisevaan asemaan nousee kustannustehokkuuden periaate, jossa keskeistä on se, millä kriminaalipoliittisella keinolla voidaan halvimmin saavuttaa asetetut rikollisuuden vähentämistavoitteet. Kiinnijäämistodennäköisyyden nostaminen tu-

---

kastuksen yhteiskunnallista vastuunalaisuutta. Esityksessä on osaltaan huolehdittu siitä, että viranomaisten valtuudet on laissa säädetty uuden perustuslain vaatimukset huomioon ottaen riittävän selkeästi ja tarkkarajaisesti.

Ks. myös Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 180. Häyrysen kyselytutkimuksessa Ratan toimintaedellytysten parantamista ja sen suorittaman valvonnan tehostamista pidettiin liikkeeseenlaskijoiden ja sijoituspalveluyritysten keskuudessa selkeästi tehokkaimpana arvopaperimarkkinarikosten ennaltaehkäisykeinona.

[1135] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 50 ja 62–65; Sevón: Rikollisuuden uudet uhat, s. 207; Tolvanen: Tieliikennerikokset ja kriminaalipolitiikka, s. 102 ss, joka erottaa toisistaan subjektiivisen ja objektiivisen kiinnijäämisriskin.

Ks. Schmidt: Insider Regulation and Economic Theory, s. 31–32, jonka mukaan USA:ssa -80 luvulla suoritetuissa tutkimuksissa havaittiin, että rangaistusten huomattavallakaan koventamisella ei ollut vaikutusta sisäpiirikaupankäynnin yleisyyteen.

Ks. myös Bhattacharya-Daouk: The World Price of Insider Trading, s. 100, joiden mukaan sisäpiirikaupan kiellon valvonta, eikä pelkkien laissa uhattujen kovien rangaistusten tai lain olemassaolo yleensä, vähensi pääoman hankintakustannuksia noin 6 %:lla vuodessa.

Vrt. Langevoort: Cross-Border Insider Trading, s. 257, joka toteaa Bhattacharya-Daouk:n tutkimuksen edellä mainitun 6 % säästön oikeuttavan sisäpiirivalvonnan, joskaan se ei kuitenkaan anna oikeutusta moraaliseen ristiretkeen.

[1136] Ks. IMF: Finland, Country Report, s. 48–49, jossa todetaan hallinnollisten valtuuksien parantavan Ratan mahdollisuuksia valvoa lakien noudattamista ja tehdä yhteistyötä muiden valvojien kanssa. Hallinnollisten valtuuksien puute haittaa Ratan toimintaa tällä hetkellä.

Ks. myös Iosco: Objectives and Principles of Securities Regulation, Part II kohdat 6.4 ja 8.3. "The complex character of securities transactions and the sophistication of fraudulent schemes require strong and rigorous enforcement of securities laws. The regulator or other competent government authority should, therefore, be provided with comprehensive investigatory and enforcement powers."

Vrt. Rider: Insider Trading – A Crime of our Times?, s. 337, joka pohtii sitä, onko pelkän sisäpiirikaupan ympärillä pyörivä kohu oikeutettua, kun markkinoille virtaa yhä enenevässä määrin pimeää rahaa ja järjestäytynyt rikollisuus kaikkine resursseineen on ryhtynyt toimimaan aktiivisesti rahoitusmarkkinoilla.

lisi huomattavasti kalliimmaksi tavaksi vähentää rikollisuutta kuin ankarampien rangaistusten käyttäminen.[1137]

Ratan aktiivisuus sisäpiiririkosten tutkinnassa on lisääntynyt viime aikoina.[1138] Se on joka vuosi tutkinut noin 25 epäiltyä sisäpiirintiedon väärinkäytöstapausta, joista poliisille esitutkintaan on vuosittain lähetetty 4–7 kappaletta.[1139] Sen jälkeen, kun sisäpiirintiedon väärinkäyttö kiellettiin Suomessa vuonna 1989, on teosta tuomittu rangaistukseen kaikkiaan yksitoista henkilöä[1140]. Lisäksi kerran

---

[1137] Määttä: Näkökulmia rikostaloustieteeseen, s. 127; Ks. Kaisanlahti: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä, s. 29. Rikoslainsäädäntö tarjoaa hyvän esimerkin taloudellisen analyysin ajatusmallista, jossa varsinkin talousrikosten osalta on katsottu rangaistusuhan perustuvan rationaaliseen hinnoitteluun. Potentiaaliset lainrikkojat arvottavat rikoksesta mahdollisesti seuraavan rangaistuksen odotusarvon (rangaistuksen arvo kerrottuna kiinnijäämisen todennäköisyydellä) rikoksesta odotettavissa olevaan hyötyyn nähden.

Ks. myös Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 323–324, jonka mukaan lainsäätäjä valitsee usein sen helpon vaihtoehdon, että koventaa rikosoikeudellisia rangaistuksia, jotka tosiasiassa eivät hyödytä paljoakaan, mutta näyttävät hyvältä suuren yleisön silmissä. Sen sijaan lainsäätäjän tulisi tehdä vähemmän näyttäviä, mutta sitäkin perustavan laatuisempia muutoksia saavuttaakseen menestystä sisäpiiririkosten torjunnassa. Näitä muutoksia olisivat erityisesti yksi valvova viranomainen, jolla olisi siviilioikeudellisia sanktioita käytössään.

[1138] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 155–156, joka toteaa Ruotsin Finansinspektionen omaksuneen 1990-luvun lopulla valikoivamman ja hyökkäävämmän strategian sisäpiiritutkimuksissa lähettämällä suhteellisen paljon tapauksia syyttäjälle lyhentäen samalla omien tutkimustensa kestoaikaa.

[1139] Ks. Rahoitustarkastuksen toimintakertomukset 1998–2001 ja Rata tiedottaa 4/2002.

Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 170. Ratan toiminta on ollut viime vuosina suhteellisen tehokasta ja se on tehtävänsä mukaisesti tuonut esille useita havaitsemiaan väärinkäytöksiä. Tosin näistä havaituista väärinkäytöksistä vain harvat ovat johtaneet tekijöiden rankaisemiseen.

Vrt. BRÅ-rapport 2002:1, s. 32, jonka mukaan Ruotsin Finansinspektionen on vuodesta 1991 lähtien aloittanut noin 40–50 sisäpiiririkostutkimusta vuosittain ja niistä on joka vuosi 1–8 tapausta ilmoitettu syyttäjälle;

Vrt. myös Hansen: Informationsmisbrug, s. 128–129. Tanskassa tutkitaan noin 50 sisäpiiri- ja kurssimanipulaatiotapausta vuosittain ja niistä lähetetään poliisille esitutkintaan noin 5–10 kappaletta.

[1140] Ks. RaO R 91/8745, 18.10.1993, HO R 93/2387, 8.9.1994 (luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö). Kolme henkilöä, jotka kaikki tuomittiin ehdollisiin vankeusrangaistuksiin (tuomioissa oli mukana myös muita rikoksia). Kahden henkilön osalta kyse oli jatketusta teosta.

Ks. Hgin KäO R 98/8408, 5.3.1999 (sisäpiirintiedon luvaton hyväksikäyttö) Yksi sakkorangaistus.

Ks. Hgin KäO R 00/869, 30.6.2000 (sisäpiirintiedon väärinkäyttö). Yksi sakkorangaistus, joka käsitti neljä sisäpiirintiedon väärinkäyttöä.

Ks. Hgin KäO R 98/2408, 26.1.1999, HO R 99/427, 9.5.2000 ja Hgin KäO R 00/12747, 28.1.2002 (luottamuksellisen yritystiedon väärinkäyttö). Syyte hylättiin ensin alioikeudessa, jonka jälkeen hovioikeus palautti sen takaisin alioikeuteen uudelleen käsiteltäväksi. Kaksi sakkorangaistusta.

Ks. Hgin KäO R 01/13963, 7.11.2002 (sisäpiirintiedon väärinkäyttö). Kolme sakkorangaistusta.

Ks. Hgin KäO R 03/1412, 11.7.2003 (sisäpiirintiedon väärinkäyttö). Yksi sakkorangaistus.

Ks. myös Hgin KäO R 03/338, 25.3.2003 (sisäpiirintiedon väärinkäyttö). Syyte hylätty.

syyttäjä on todennut henkilön olleen syyllinen sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, mutta syytettä ei kuitenkaan tapauksessa nostettu vähäisyysperusteen johdosta[1141]. Rikosprosessissa vaadittu näyttökynnys on kansainvälisestikin tuottanut merkittäviä vaikeuksia saada sisäpiiririkoksista juuri ketään tuomiolle, joten hallinnollisten keinojen käyttömahdollisuutta tulisi myös harkita[1142].

Rahoitusmaailmassa tapahtuneiden rikosten luonne on usein sellainen, että rikoksia on vaikea selvittää. Rikollisten intresseissä on yleensä tehdä olosuhteista niin sekavia kuin mahdollista, jotta tekojen tutkiminen ja syyttäminen olisi mahdollisimman työlästä. Arvopaperimarkkinarikosten syyttämistä vaikeuttaa osaltaan myös se, että oikeudenkäynneissä vastaajapuolella on monesti käytettävissään sekä asiantuntijoiden lausuntoja että markkinoiden ammattilaisia asiantuntijatodistajina. Syyttäjillä on harvoin käytettävissään todistelutarkoituksiin muita ulkopuolisia asiantuntijoita kuin toisia viranomaisia.[1143]

> Talousrikostorjunnan ongelmia yleensä ovat muun muassa käsitteiden juridinen vakiintumattomuus, talouselämän kuvauksessa käytetty kieli,[1144] talousrikostutkinnassa tarvittava erityisasiantuntemus, työn vaativuus ja pitkäkestoisuus, resurssien puute, vastuusuhteiden epämääräisyys sekä taloudellisen rikollisuuden kytkeytyminen usein valtaa pitävän eliitin lähipiiriin. Käsitteiden soveltamisongelmat voivat esimerkiksi johtaa ilmiöön, jossa suuri osa tehdyistä rikosepäilyhavainnoista ei johda syytteisiin ja tuomioihin, koska tunnusmerkistöt sisältävät useita epävarmuustekijöitä, joihin rikosprosessin eteneminen kaatuu.[1145]

Kaiken edellä todetun valossa päädytään näkemykseen, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön kiellon valvonta on vaikeaa eikä sitä voida toteuttaa käytännössä täysin tehokkaasti. Sen sijaan paikkaansa ei pidä väite siitä,

---

[1141] Ks. Valtionsyyttäjän päätös 00/1035.

[1142] Ks. Rider: Enforcement of Financial Services Law etc., s. 206 ja Rider: Civilising the Law, s. 230, jonka mukaan pääasiallisin syy siihen miksi USA:ssa SEC:lla on siviilioikeudelliset keinot käytössään on ilmeisimmin ollut se, että SEC on halunnut pitää syyttämisen omassa hallinnassaan. SEC ei voi nostaa rikossyytteitä, vaan varsinaisen rikosprosessin hoitaa oikeusministeriö. On hänen mielestään ymmärrettävää, että ne jotka ovat jutun tutkineet eivät ole innostuneita siirtämään asiaa sellaisille syyttäjille, joilla ei välttämättä ole tarvittavaa osaamista eikä intoa ajaa juttuja eteenpäin samalla tarmolla.

[1143] Ks. Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc. luku 5.1, joiden mukaan syyttäjillä on ongelmana pystyä esittämään näyttö sillä tavalla, että se on valamiehistölle ymmärrettävää. Vaikeutena on myös yhteistyön saaminen todisteiden keräämisessä sellaisilta henkilöiltä, jotka pitävät epäiltyjä kollegoinaan.

[1144] Ks. Salminen: Velallisen rikos, s. 68, jonka mukaan talouselämässä käytetty kieli ja käsitteet, joilla on suuri merkitys talousrikoksissa, eivät helposti taivu juridiseksi käsitteistöksi.

[1145] Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 108.

Ks. myös Hetzler: Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden, s. 80, jonka mukaan oikeussosiologiassa on hyvin tunnettua se, että oikeus on voimaton sääntelemään tiettyä käyttäytymistä, jos on olemassa suuri epäsuhta sen maailman välillä, jota koetetaan lailla ylläpitää ja sen maailman, joka on olemassa yleisessä oikeustajunnassa.

että käsiteltäväksi tulee ainoastaan yksittäisiä ilmitulleita tapauksia, minkä johdosta syyttäminen on hyvin sattumanvaraista ja siksi epäoikeudenmukaista.[1146] Systemaattinen arvopaperimarkkinoiden päivittäinen seuranta ja sitä seuraava varsinainen sisäpiiritutkinta nimenomaan tuottavat tulosta valvonnan järjestelmällisyyden ansiosta eivätkä ilmitulleet tapaukset siksi jää vain yksittäisiksi ja sattumanvaraisiksi. Tosin tämä systemaattisuus voi todellisuudessa ulottua tehokkaasti vain ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiin[1147].

Määrätyt seuraamukset muissa maissa

Sisäpiirintiedon väärinkäytöstä on Ruotsissa tuomittu vuodesta 1989 lähtien yhteensä13henkilöä.[1148] Norjassa on tuomittu vain yksi henkilö vuonna 1995[1149] ja Tanskassa on vuodesta 1995 lähtien annettu kahdeksan tuomiota[1150]. Sen sijaan Saksassa on sisäpiirikaupasta tuomittu vuodesta 1995 lähtien 16 henkilöä[1151]. Näistä tapauksista kahdessa on normaalissa tuomioistuinmenettelyssä langetettu sakko ja 14 muuta rangaistusta on annettu suomalaista rangaistusmääräysmenettelyä muistuttavassa yksinkertaistetussa menettelyssä, jossa sakon määrää tuomari syyttäjän vaatimuksesta (Strafbefehl) ja joka saa lainvoiman, ellei asianomainen ole vastustanut rangaistusmääräyksen antamista. Asianomaisen vastustaessa asia menee tuomioistuimeen normaaliin käsittelyyn. Ranskassa sisäpiiririkoksesta on tuomittu 11 henkilöä vuosien 1994 ja 2000 välillä[1152] ja sisäpiiririkkomuksesta on annettu hallinnollisia sanktioita kaikkiaan 9 henkilölle vuosien 1994 ja 2001 välillä[1153]. Yhdistyneessä kuningaskunnassa on rikoslain (CJA) nojalla tuo-

---

[1146] Ks. Milgrom-Roberts: Economics, Organisation and Management, s. 468; Manne: Insider Trading and Property Rights etc., s. 321–322.

[1147] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 173; Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 100. Wesserin tutkimuksessa oli 73 epäiltyä henkilöä 91:stä ensimmäisen asteen sisäpiiriläisiä.

[1148] Tuomitut 13 henkilöä liittyvät seitsemään erilliseen tapaukseen. Seitsemän tuomituista, joista osa tuomittiin ehdottomaan vankeuteen, liittyi tapaukseen Pinkerton/Securitas, Stockholms Tingsrätt, Rotel 1201 Avd 12, Mål nr B 1432–99 (25.1.2001) ja Svea Hovrätt Mål B 1461/01 (20.6.2002). Kahdessa muussa tapauksessa on syytteet hylätty ja yhdessä korkein oikeus katsoi jutun vanhentuneeksi. Tapaukset lähdeluettelossa.

[1149] Norjalaista oikeuskäytäntöä ks. Lagmannsrett Sak 98-00924 M, 4.2.1999 (vapauttava tuomio) ja Bergen Byrett Sak nr. 95–02141 M/02, 15.12.1995 (ehdollinen vankeus ja sakko).

Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 33–35 ja 67, jonka mukaan 1990-luvulla on Norjassa ollut kolme sisäpiiririkostapausta käsiteltävänä tuomioistuimessa, joista yhdessä tapauksessa tuomittiin henkilö ehdolliseen vankeuteen ja sakkoon. Larsson toteaa, että rangaistusten symbolista arvoa ei voida aliarvioida ja ehkä yksi tuomio 10 vuodessa riittää siihen.

Ks. myös Ot prp nr 80, Norge, kohta 15. Sisäpiirisääntelyä haluttiin tehostaa kumoamalla sisäpiirintiedon määritelmästä olennaisuusvaatimus.

[1150] Finanstilsynetin mukaan lukumäärä on laskettu vuosien 1995–2001 väliltä.

Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 129, jonka mukaan vuoteen 2000 mennessä oli langetettu 10 sisäpirituomiota. Viisi tuomioista annettiin summaarisessa menettelyssä.

[1151] Ks. BAWe Jahresbericht 2001, s. 57 ja Statistik 2001, s. 4 (www.BaFin.de).

[1152] Lähde; Ranskan oikeusministeriö/COB (sähköpostikysely).

[1153] Ks. COB Rapport Annuel 2001, Annexe VII, Tableau II (www.cob.fr). Kaiken kaikkiaan vuosien 1991–2001 välillä on annettu 19 kertaa hallinnollinen sanktio sisäpiiririkkomuksesta.

mittu yhteensä 5 henkilöä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä vuosien 1994–2001 välillä[1154].

[1154] Financial Services Authority:n mukaan oikeudenkäyntejä on kyseisenä ajanjaksona ollut kaiken kaikkiaan yhdeksän, joissa viisi henkilöä on tuomittu ja kuusi vapautettu. Tilastossa ei ole eroteltu sitä, onko kyse ollut summaarisesta menettelystä vai valamiesoikeudenkäynnistä.
Ks. myös Yhdistyneen kuningaskunnan kauppa- ja teollisuusministeriön (Department of Trade and Industry, DTI) tiedote P/2000/256 (6.4.2000), jonka mukaan ainakin yhdessä tapauksessa yksi henkilö oli syyllistynyt 13 sisäpiirintiedon väärinkäyttötapaukseen 29.8.1997 ja 4.12.1998 välisenä aikana.

Vrt. Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc. luvut 5.1–5.2, joiden mukaan rikoslain (CJA 1993) sääntely sisäpiirikaupoista on muuttunut desuetudoksi, koska sen perusteella ei ole nostettu yhtään rikossyytettä. Liian pitkälle menevät turvasatamasäännökset ovat aiheuttaneet sen, että koko sääntely on käyttökelvoton ja itseään pettävä. Heidän mukaansa aiempien lakien perusteella nostettiin kaikkiaan 33 syytettä käsittäen 52 henkilöä, joista 24 tuomittiin.

5 Hallinto-oikeudelliset seuraamukset

5.1 HALLINNOLLISTEN SANKTIOIDEN PERUSTEET

Perinteinen rikosoikeuteen nojautuva lainvalvonta on harvassa valtiossa saanut aikaan merkittäviä tuloksia arvopaperimarkkinoiden valvonnassa, ainakaan tuomituilla rangaistuksilla mitattuna.[1155] Rikosprosessissa vaadittava täysi näyttö on tuottanut suuria vaikeuksia saada epäillyistä sisäpiiririkoksista juuri ketään tuomiolle, koska niiden näyttö nojaa yleensä pelkästään aihetodisteisiin.[1156] Rikosprosessi on lisäksi usein kallis, pitkä ja hidas[1157]. Rikosasioiden käsittelyn kontrollikoneistolle ja tuomioistuinlaitokselle aiheuttamien suurten ongelmien onkin katsottu olevan eräs merkittävä peruste hallinnollisten keinojen käyttöön rikosoikeudellisten asemasta[1158]. Hallinnolliset ja siviilioikeudelliset keinot ovat yleisesti tulleet suosituksi vaihtoehdoksi talousrikosasioissa, vaikka minkään siviilioikeudellisten, hallinto-oikeudellisten tai rikosoikeudellisten keinojen ei kuitenkaan voida odottaa pelotevaikutuksellaan hävittävän perinpohjin kaikkia väärinkäytöksiä.[1159]

[1155] Ks. Rider: Insider Trading – A Crime of our Times?, s. 330; Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 230–232 ja 237; Gilligan: Policing the Markets, s. 363–365.

Ks. myös Halme: Pankkisäätely ja valvonta, s. 18, joka toteaa, että oikeuspoliitikon tulee ottaa kantaa lainlaatijan onnistumiseen tai epäonnistumiseen ennen kuin tekee johtopäätöksiä tarvittavista uusista tavoitteista ja/tai keinoista.

[1156] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 180. Indisionäyttö sinänsä riittää langettavaan tuomioon.

Ks. myös Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 322. Jotta säännökset olisivat tehokkaita, on niiden oltava täytäntöönpantavissa. Koska rikosoikeudelliset rangaistukset jäävät monissa tapauksissa panematta täytäntöön, ei potentiaalisilla sisäpiirikaupan kävijöillä ole paljonkaan syytä pidättäytyä rikoksen tekemisestä, vaikka seuraamukset olisivat teoriassa kuinka kovat tahansa.

[1157] Ks. Heinonen: Rikosoikeus (Kriminaalipolitiikan päämäärät ja arvot), s. 68, jonka mukaan rikosoikeusjärjestelmä ei ole pelkästään kallis, vaan sen tehokkuuskin on osittain huono.

Ks. Hetzler: Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden, s. 87–88. Yksilön oikeusturvan kannalta koko prosessin kesto on myös tärkeää.

[1158] Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 321; Ks. KM 1976:72, s. 49–50, jonka mukaan vaihtoehtoisia ohjauskeinoja vertailtaessa joudutaan kiinnittämään huomiota rikosoikeudellisten voimavarojen rajallisuuteen sekä rikosoikeudelliselle sääntelylle asetettaviin erityisiin ehtoihin.

Ks. myös Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 126. Hallinnollisen menettelyn käyttäminen voisi vapauttaa poliisien ja syyttäjien resursseja muihin tehtäviin.

[1159] Friedrichs: Trusted Criminals etc., s. 255–256; Rider: Civilising the Law, s. 242; Ks. Clausen: Børsret, Insider handel, s. 106 ss.

Vrt. Hansen: Informationsmisbrug, s. 561. Rikosoikeudellisten ja hallinnollisten seuraamusten erottelun sijasta olisi parempi erotella sääntely julkiseen ja yksityiseen. Seuraamusten langettamisen julkisen sääntelyn puolella tulisi hänen mukaansa tapahtua rikosoikeudellisia periaatteita noudattaen.

Ei ole kovin vakuuttavaa muotoilla uudelleen menettelytapa- ja todistustaakkasääntöjä tai yrittää luoda alempia vastuun kynnyksiä rikoslaissa määriteltyjen tekojen osalta vain siksi, että on osoittautunut vaikeaksi käyttää perinteistä rikosoikeutta tehokkaasti sisäpiirintiedon väärinkäyttöä vastaan. Hyväksyttävämpi lähtökohta olisi tutkia, onko kriminalisointi sovelias keino ainakaan yksinomaisena.[1160]

> Norjassa sisäpiiririkoksen tunnusmerkistön muutoksen (15.6.2001 nr. 43) tarkoituksena on epäilemättä ollut helpottaa väärinkäytöksiin syyllistyneiden vastuuseen saattamista.[1161] Lienee kuitenkin kontrollipoliittisesti arveluttavampaa päästä tähän tavoitteeseen laajentamalla sisäpiirintiedon määritelmää, poistamalla siitä muun muassa olennaisuuden vaatimus, mutta säilyttämällä edelleen sama kuuden vuoden maksimi vankeusrangaistus kuin siirtämällä lievemmät teot sanktioitavaksi (sakolla) hallinnollisessa menettelyssä.[1162]

Erityisesti teon vakavuus ja paheksuttavuus saavat merkitystä tehtäessä valintaa hallinto-oikeudellisten ja rikosoikeudellisten keinojen soveltamisen välillä. Hallinto-oikeuden piiriin kuuluvina voidaan pitää varsinkin sellaisia velvoitteita, joiden tarkoitus on ennaltaehkäistä oikeuden loukkauksia ja toisaalta myös helpottaa toteen näyttämistä. Tällaisia ovat tyypillisesti ainakin erilaiset organisatoristen velvoitteiden laiminlyönnit sekä jotkut informaatioon liittyvien velvollisuuksien rikkomiset kuten esimerkiksi liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuksien laiminlyönnit tai sisäpiirintiedon luvaton ilmaiseminen[1163]. Hallinnollisen rikkomuksen tunnusmerkistön kuvaamista voidaan myös joissain tapauksissa pitää vähemmän vaativana kuin rikossäännöksen, vaikka myös siltä on edellytettävä riittävää tarkkarajaisuutta.[1164] Hallinnollisen seuraamuksen

---

[1160] Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 69. Paras ratkaisu ei ehkä ole yrittää muuttaa rikosoikeudellista toimintakoneistoa, vaan sen sijaan yrittää ratkaista useimmat sisäpiiritapaukset muulla tavoin ja säästää rikosoikeudellinen rangaistus vain pahimmille väärinkäytöksille, jolloin suurin osa tapauksista pitäisi voida ratkaista muilla keinoilla ja sanktioilla.

[1161] Ks. Bergo: Selskapenes handel med egne aksjer, s. 155.

[1162] Ks. Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 133 ja 154, joka kirjanpitorikosten osalta olisi ennemmin suosinut hallinnollisia sanktioita kirjanpidon laiminlyöntitapauksissa kuin poistanut kirjanpitorikoksesta olennaisuusvaatimuksen.

Vrt. HE 53/2002, yleisperustelut, luku 3.4 ja yksityiskohtaiset perustelut, 30:9.

Ks. myös Lahti: Rikosoikeuden yleisten oppien uudistamisesityksen arviointia, s. 143. Hyvinvointivaltiollinen kehitys on lisännyt kriminaalipoliittisten tavoitteiden kuten tehokkaan ja vaikuttavan rikoksentorjunnan merkitystä. Tämä taas on luonut poliittisille päätöksentekijöille paineita rangaistavuuden laajentamiseen ja nostanut esiin vaatimuksia rikosoikeudellisen järjestelmän toiminnan tehostamisesta.

[1163] Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 526, jonka mukaan varsinkaan yhteisöllisten oikeushyvien suojaamisessa rikosoikeudelliset keinot eivät aina ole parhaita.

[1164] Rosen-Gerke: A Code for Fair and Equitable Communication etc., s. 48–52; Ks. KM 1976:72, s. 50, jonka mukaan rangaistussäännöksestä voi olla aiheellista luopua, jos on erittäin vaikea laatia riittävän tarkkarajainen säännös.

määräämisessä voidaan keskeisinä tavoitteina pitää erityisesti rikkomuksella aiheutettujen vahinkojen korjaamista sekä laittoman hyödyn takaisin saamista[1165]. Rikosoikeuteen verrattuna varsinainen rankaiseminen on hallinnollisissa seuraamuksissa vähemmän korostunut eikä niihin välttämättä liity samanlaista moraalista paheksumista, joka yleensä seuraa rikosoikeudellisista rangaistuksista.

Periaatteessa hallinto-oikeudellisin keinoin voidaan monissa tapauksissa suojella samoja laillisia etuja kuin rikosoikeudellisin keinoin. Hallinto-oikeuden ja rikosoikeuden ydinalueiden välillä on harmaa raja-alue, jonka kuuluminen kumman tahansa oikeuden alaisuuteen on kiinni lähinnä vain lainsäätäjän harkinnasta.[1166] Hallinnollisten sanktioiden käytön mahdollisuutta vähäisemmissä rikkomuksissa rikosoikeudellisten rangaistusten sijasta näyttäisi puoltavan myös oikeuskäytäntö. Oikeuskäytännössä on langetettu vain sakkoa kaikissa niissä tapauksissa, jotka ovat koskeneet yksinomaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä. Lisäksi esimerkiksi AML 5 luvun ilmoitusvelvollisuutta koskevien säännösten rikkomisista ei ole tuomittu yhtään rangaistusta. Ilmoitusvelvollisuuden noudattamiseen on viranomainen yrittänyt rikosilmoitusten sijasta vaikuttaa kannanotoilla.[1167]

5.2 HALLINNOLLISET SANKTIOT DE LEGE FERENDA

Seuraamuksista säädetään markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin 14 artiklassa.

1. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että jollei tämän direktiivin nojalla annettuja säännöksiä noudateta, tästä vastuussa olevien henkilöiden suhteen voidaan niiden kansallisen lainsäädännön mukaisesti toteuttaa aiheellisia hallinnollisia toimenpiteitä tai määrätä hallinnollisia seuraamuksia, sanotun kuitenkaan rajoittamatta jäsenvaltioiden oikeutta määrätä rikosoikeudellisia seuraamuksia. Jäsenvaltioiden on varmistettava, että kyseiset toimenpiteet ovat tehokkaita, oikeasuhteisia ja varoittavia.[1168]

[1165] Ks. Reichman: Insider Trading, s. 87.

[1166] Ks. BRÅ-rapport 2002:1, s. 12. Raportti viittaa verotuksen puolella käytettyyn hallinnolliseen sanktioon (verolisäys) ja toteaa hallinnollisten sanktioiden laajalti voittavan rikosoikeudellisen systeemin, kun on kyse pienemmistä rikkomuksista, jotka oikeastaan ovat rikoksia, mutta joita on päätetty käsitellä hallinnollisen sanktiojärjestelmän mukaisesti.

[1167] Ks. Rata K/16/98/PMO ja Rata K/28/99/PMO.
Vrt. Lag on anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (2000:1087) 20–23 §. FI voi ilmoitusvelvollisuuden rikkomisen osalta päättää erityisestä maksusta, jonka suuruus on vähintään 15 000 Ruotsin kruunua ja enintään 350 000 kruunua.

[1168] Vrt. sisäpiiridirektiivin 13 artikla, joka edellytti riittäviä seuraamuksia, jotta ne edistävät direktiivin säännösten noudattamista. Säännös jätti jäsenvaltioiden asiaksi päättää, säädetäänkö rikosoikeudellisia vai hallinnollisia seuraamuksia.

2. Komissio laatii 17 artiklan 2 kohdassa tarkoitetun menettelyn mukaisesti suuntaa-antavan luettelon 1 kohdassa tarkoitetuista hallinnollisista toimenpiteistä ja seuraamuksista.
3. Jäsenvaltioiden on vahvistettava seuraamukset, joita sovelletaan, jos 12 artiklassa tarkoitetussa tutkimuksessa kieltäydytään yhteistyöstä.
4. Jäsenvaltioiden on määrättävä, että toimivaltainen viranomainen voi julkistaa jokaisen toimenpiteen tai seuraamuksen, joka määrätään tämän direktiivin nojalla annettujen säännösten rikkomisesta, jollei julkistaminen vaaranna vakavasti rahoitusmarkkinoita tai aiheuta kohtuutonta vahinkoa osapuolille.

Seuraamusten suoranainen yhdenmukaistaminen on markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin soveltamisalan ulkopuolella. Artiklassa asetetaan kuitenkin jäsenvaltioille yleinen velvoite määrätä ja määrittää seuraamukset, joita direktiivin nojalla toteutettujen toimenpiteiden rikkomisesta aiheutuu. Rikosoikeudellisten seuraamusten käyttö jätetään jäsenvaltioiden omaksi asiaksi, mutta hallinnolliset toimenpiteet ja seuraamukset ovat direktiivin mukaan pakollisia. Direktiivin ajatuksena on siten, että markkinoiden puolueeton ja luotettava toiminta voidaan ainakin osittain suojata myös muilla kuin rikosoikeudellisilla keinoilla[1169]. Hallinnollisten seuraamusten osalta toimivaltaisten viranomaisten on tehtävä tiivistä yhteistyötä taatakseen niitä koskevien sääntöjen yhdenmukaisen soveltamisen. Artiklan toisen kohdan perusteella komissio onkin velvollinen laatimaan komiteamenettelyn rajoissa suuntaa-antavan luettelon mainituista hallinnollisista toimenpiteistä ja seuraamuksista.[1170]

> EU:n piirissä käytetyt sanktiomaksut on muodollisesti määritelty hallinnollisiksi sanktioiksi, mikä onkin edellytys niiden sitovuudelle, sillä yhteisön toimivaltaan ei kuulu jäsenvaltioita sitovien rikosoikeudellisten säännösten antaminen.[1171] Sakkosummien (esimerkiksi kilpailuasiat) korkea taso ei kuitenkaan jätä niiden rangaistusluonteesta epäselvyyttä, mikä merkitsee asiallisesti seurausvaikutuksiltaan rangaistuksiin rinnastettavien jäsenvaltioita sitovien sanktioiden käyttöönottoa huolimatta periaatepäätöksestä jättää rikosoikeus kansallisen lainsäätäjän asiaksi.[1172]

[1169] Ks. Frände: Allmän straffrätt, s. 35. Hyväksyttävän oikeushyvän olemassaolo ei tarkoita sitä, että rikosoikeudellisia keinoja pitää käyttää.

[1170] Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 39), jonka mukaan hallinnollisia toimenpiteitä ja seuraamuksia määriteltäessä jäsenvaltioiden olisi pidettävä mielessä, että niiden säännösten on oltava tietyssä määrin yhdenmukaisia eri jäsenvaltioissa.

Ks. myös Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 11.

[1171] Ks. Asp: EU & Straffrätten, s. 28 ss. EY-oikeuden merkityksestä kansalliselle rikosoikeudelle (yksi ja kolme pilarit).

[1172] Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 490.

Ks. Eadie: Market Abuse and the European Convention on Human Rights, s. 74–78 sekä Jones – Johnstone: Expectations of Privacy and Market Abuse etc., s. 119–122. Yhdistyneen kuningaskunnan market abuse-säännöstön määrittelemisestä siviili- tai rikosoikeudelliseksi menettelyksi ja sen suhteesta EIS 6 ja 7 artikloihin. Kyseinen säännöstö on määritelty siviilioikeudelliseksi, mutta käytännössä se muistuttaa tosiasialliselta luonteeltaan kuitenkin rikosoikeudellista.

Vaatimus hallinnollisista keinoista johtuu perustelujen mukaan osittain siitä, että hallinnolliset menettelyt ovat nopeampia kuin rikosoikeudelliset menettelyt. Menettelyn nopeudella tarkoitetaan nimenomaan koko prosessia eikä pelkkää oikeudenkäyntiä, jossa tuskin on paljoakaan eroa tapahtuipa se hallinnollisessa tuomioistuimessa tai rikostuomioistuimessa. Nopeus ilmenee siinä, että rikosprosessin ketju: toimivaltainen viranomainen, poliisi, syyttäjä ja tuomioistuin, muuttuu lyhyemmäksi hallinnolliseksi prosessiksi, jossa ovat mukana vain toimivaltainen viranomainen ja tuomioistuin. Nykyinen tilanne, jossa tapauksia käsitellään vuosia viranomaiskoneistossa, on ongelmallinen myös perustuslain näkökulmasta. Perustuslain 21 §:n mukaan jokaisella on oikeus saada asiansa käsitellyksi asianmukaisesti ja *ilman aiheetonta viivytystä* lain mukaan toimivaltaisessa tuomioistuimessa tai muussa viranomaisessa.[1173]

> CESR katsoi komissiolle antamassaan ehdotuksessa toimivaltaisten viranomaisten tarvitsevan samanlaiset valtuudet tutkia ja rangaista väärinkäytöksiä yhtenäisillä markkinoilla. Ehdotus tähtäsi markkinoiden väärinkäytösten torjumisessa joustavuuteen, nopeuteen, tehokkuuteen ja kansainväliseen yhteistyöhön. Näiden johdosta CESR totesi muun muassa sanktiokeinoina tarvittavan nimenomaisesti hallinnollisia seuraamuksia, jonka ei kuitenkaan katsottu estävän jäsenvaltioita pitämästä samanaikaisesti yllä omia rikosoikeudellisia menettelyjään.[1174]

[1173] Suomessa on julkisuudessakin kiinnitetty huomiota pitkiin tutkinta-aikoihin. Helsingin Sanomien (3.2.2003) mukaan vuodenvaihteessa poliisissa oli selvitettävänä 16 rahoitustarkastuksen tekemää rikosilmoitusta, joista vanhimmat olivat vuodelta 1999. Ks. myös Helsingin Sanomat 6.7.2002 ja 27.12.2002.

Ks. Stockholms Tingsrätt, Rotel 1201 Avd 12, Mål nr B 1432–99 (25.1.2001) verrattuna SEC v. Göran Heden et al., Civil Action No. 99 Civ. 1418 S.D.N.Y (1999). Kyseessä on samaan sisäpiirintietoon liittyvät väärinkäytökset, joita Ruotsin FI ja USA:n SEC tutkivat yhdessä ja jotka tapahtuivat helmikuussa 1999. SEC:n ratkaisu annettiin syyskuussa 1999 ja Tukholman käräjäoikeuden ratkaisu tuli tammikuussa 2001. Hovioikeuden ratkaisu annettiin kesäkuussa 2002 (Svea Hovrätt Mål B 1461/01, 20.6.2002).

Ks. myös Hagland: Compliance Procedures, s. 230–231, joka kritisoi rikosprosessia ja katsoo, että erikoistuomioistuin (professional tribunal) käsittelisi asiat nopeammin. Eräässä tapauksessa kesti neljä vuotta ennen kuin asia tuli (rikos)oikeuteen saakka ja sinä aikana epäillyt olivat menettäneet työpaikkansa sekä kärsineet pitkään kestäneestä epävarmuudesta. Tuomari oletettavasti otti nämä seikat huomioon langettaessaan lievät rangaistukset, mutta ulospäin lievien rangaistusten antaminen näytti vain siltä, että sisäpiiririkollisia kohdellaan silkkihansikkain.

[1174] CESR: A European Regime against Market Abuse, kohdat 15–17 ja 46–52; Ks. Iosco: Objectives and Principles of Securities Regulation, Part II kohta 8.3; IMF: Finland, Country Report, s. 48–49.

Ks. myös Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc. luku 5.64, joiden mukaan sisäpiirikaupan rikosoikeudellinen sääntely ei ole käytännöllistä, haluttavaa eikä tehokasta. On todennäköisesti mahdotonta luoda sellaista sisäpiiririkossäännöstä, jonka perusteella voisi syyttää edes jollain varmuudella ja joka samalla olisi riittävän laajasti muotoiltu tavoittaakseen sisäpiirikaupat kaikissa eri muodoissaan.

Artiklan kolmannessa kohdassa todetaan jokaisen jäsenvaltion päättävän itse seuraamuksista, joita sovelletaan henkilön kieltäytyessä yhteistyöstä 12 artiklan mukaisessa tutkinnassa. Vaikka kyse on lähinnä jälkikäteisistä seuraamuksista, käytännössä tämän kohdan vaatimuksen täyttänee ainakin osittain jo tällä hetkellä Ratan käytössä oleva rahoitustarkastuslain 24 §:n mukainen uhkasakon mahdollisuus muun muassa silloin, kun liikkeeseenlaskija tai Ratan valvottava ei anna viranomaisen siltä pyytämiä tietoja.

Seuraamusten julkistaminen on erittäin voimakas pelote. Toimivaltaiset viranomaiset voivat artiklan neljännen kohdan perusteella julkistaa jokaisen seuraamuksen, jollei tästä aiheudu *vakavaa vaaraa* rahoitusmarkkinoille tai *kohtuutonta vahinkoa* osapuolille. Julkistamisrajoitusten olemassaolon välttämättömyyttä perustellaan muun muassa sillä, ettei yksittäisen luonnollisen henkilön tuomittava toiminta johtaisi epäluuloon koko yritystä kohtaan. Rajoituksia tähän viranomaisen julkistamisoikeuteen voidaan osittain pitää turhina, koska toimivaltainen viranomainen tuskin julkistaisi sellaisia seuraamuksia, jotka aiheuttaisivat vakavaa vaaraa rahoitusmarkkinoille tai suhteetonta vahinkoa jollekin osapuolelle, kun otetaan huomioon viranomaisen rooli markkinoiden luottamuksen ja vakauden ylläpitämisessä. Koska markkinoiden tietoisuus väärinkäytösten seuraamuksista on lähtökohtaisesti omiaan edesauttamaan sijoittajien mahdollisimman kattavaa suojaa, julkistaminen on haluttu estettäväksi vain niissä harvinaisissa tapauksissa, joissa on olemassa tämä vakavan vaaran tai kohtuuttoman vahingon mahdollisuus.[1175]

> Suomessa rahoitustarkastuslain uudistamisen yhteydessä säädettiin julkisesta huomautuksesta ja varoituksesta omina sanktiokeinoina, joita Rata voi vähäisempien lainrikkomisten seurauksena antaa. Julkinen huomautus ja varoitus voidaan julkistaa esimerkiksi Ratan Internet-sivuilla. Jos huomautuksella tai varoituksella on yleisempää merkitystä tai siihen on muu erityinen syy, sen antamisesta voidaan myös tiedottaa. Julkisesta huomautuksesta tai varoituksesta on siitä tiedotettaessa käytävä ilmi, onko sen antamista koskeva päätös lainvoimainen.[1176] Myös direktiivin 14(4) artiklan tarkoittamissa tapauksissa olisi kyse nimenomaan erillisestä julkistamistoimenpiteestä eikä siitä, että asia olisi julkista viranomaisten toiminnan julkisuudesta annetun lain perusteella.

Jäsenvaltioiden on 15 artiklan mukaan varmistettava, että toimivaltaisen viranomaisen tekemiin päätöksiin voidaan hakea muutosta tuomioistuimessa. Säännöksen tarkoituksena on turvata oikeusvarmuusperiaate sekä oikeus puolueettomaan oikeudenkäyntiin ihmisoikeussopimuksen edellyttämällä tavalla. Sillä varmistetaan, että päättäjät noudattavat ihmisoikeussopimuksessa määrättyjä

[1175] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 11.
[1176] HE 175/2002 vp, s. 63–64.

oikeuksia valtuuksia käyttäessään. Jokaisella päätöksen kohteena olevalla henkilöllä on oltava täysi oikeus muutoksenhakuun.[1177]

Jäsenvaltioiden on noudatettava ihmisoikeuksien ja perusvapauksien suojaamista koskevan eurooppalaisen yleissopimuksen periaatteita päättäessään seuraamuksista ja järjestäessään seuraamusmenettelyitä. Koska kaikki jäsenvaltiot ovat allekirjoittaneet ja ratifioineet ihmisoikeuksien suojaamista koskevan eurooppalaisen yleissopimuksen, sopimuksen määräykset sitovat jäsenvaltioita niiden saattaessa markkinoiden väärinkäyttö -direktiivillä luotuja puitteita osaksi kansallista lainsäädäntöään.[1178] Ihmisoikeussopimukseen ja perusoikeuksiin viittaamalla halutaan vain yleisesti viestittää, että vaikka direktiivi ei niiden sisältöä erikseen mainitse, on tarvittavat oikeusturvanäkökohdat kuitenkin otettava huomioon riippumatta siitä, millä tavalla kukin jäsenvaltio seuraamusmenettelynsä järjestää.[1179]

> "Ne bis in idem" -periaate, joka mainitaan Euroopan neuvoston ihmisoikeussopimuksen 7:nnen lisäpöytäkirjan 4 artiklassa, kieltää tutkimasta uudelleen tai rankaisemasta oikeudenkäynnissä rikoksesta, josta henkilö on jo lopullisesti vapautettu tai tuomittu syylliseksi kyseisen valtion lakien ja oikeudenkäyntimenettelyn mukaisesti.[1180] Euroopan ihmisoikeustuomioistuin totesi päätöksessään,[1181] että mainittu 4 artikla ei rajoitu pelkkään oikeuteen olla joutumatta rangaistuksi kahdesti, vaan se ulottuu myös oikeuteen olla joutumatta syytteeseen kahdesti. Yhden teon täyttäessä sekä hallinnollisen rikkomuksen että rikoslain mukaisen rikoksen tunnusmerkistön sopimusvaltio on ihmisoikeustuomioistuimen mukaan vapaa sääntelemään kumman säännöksen perusteella teosta syytetään. Yhden teon perusteella henkilöä ei voida kuitenkaan syyttää ja rangaista kahdesti.[1182]

[1177] Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 11.

[1178] Ks. 2003/6/EY: MAD, johdanto-osan kappale 44), jossa julistuksenomaisesti todetaan, ettei tämä direktiivi loukkaa perusoikeuksia.

Ks. myös Komission ehdotus KOM(2001) 281 lopullinen, s. 5 ja 11. Lisäksi komission ehdotuksen johdanto-osan kappaleessa (24) todetaan nimenomaisesti direktiivin kunnioittavan perus-oikeuksia ja noudattavan erityisesti Euroopan unionin perusoikeuskirjassa tunnustettuja periaatteita.

[1179] Ks. esim. Euroopan neuvoston ihmisoikeussopimuksen 6 artikla; Euroopan unionin perusoikeuskirja VI luku.

[1180] Ks. myös Euroopan unionin perusoikeuskirja, artikla 50.

[1181] Franz Fischer v. Austria, 29.5.2001.

[1182] Ks. McLucas-Taylor-Mathews: A Practitioner's Guide to the SEC etc., s. 73. Yhdysvalloissa on niin sanottu Double Jeopardy -clause of the Fifth Amendment, joka suojaa rikosasioiden vastaajaa moninkertaiselta syyttämiseltä ja rankaisemiselta samasta teosta.

5.3 HALLINNOLLISEN JA RIKOSOIKEUDELLISEN MENETTELYN VÄLINEN SUHDE

Suomessa ei ole mitään varsinaisia perustuslaillisia esteitä hallinnollisten sanktioiden käyttöönotolle. Jos kyse ei ole sellaisista keskeisistä yksilön tai yhteiskunnan intresseihin kohdistuvista loukkauksista, jotka jo itsessään vaatisivat ehdottomasti rikosoikeudellisia rangaistuksia, jää lainsäätäjälle enemmän harkintavaltaa sen suhteen, minkä tasoista tai tyyppistä sääntelyä se voi harjoittaa suojatakseen laillisia intressejä.[1183]

Koska markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi edellyttää ainoastaan riittävien hallinnollisten seuraamusten säätämistä, mutta ei puutu tarkemmin siihen, miten hallinnollisen ja rikosoikeudellisen menettelyn keskinäinen suhde sisäpiiririkoksissa halutaan järjestää, voidaan asia hoitaa direktiivin antamissa rajoissa kansallisesti. Direktiivi mahdollistaa kuitenkin myös sen vaihtoehdon, ettei rikosoikeudellista menettelyä olisi lainkaan.

Harkittaessa hallinnollisen ja rikosoikeudellisen menettelyn välistä suhdetta olisi Suomessa luontevaa soveltaa lähtökohtaisesti sellaista vaihtoehtoa, jossa ratkaisevassa asemassa olisivat ensisijassa tunnusmerkistön subjektiiviset kriteerit, mutta niiden ohella otettaisiin huomioon myös objektiivisia seikkoja.[1184] Silloin nykyisin rikoslaissa säädetty sisäpiirintiedon väärinkäytön tahallinen tekomuoto voisi edelleen jäädä rikoslakiin, kun taas sisäpiirintiedon väärinkäytön tuottamuksellinen tekomuoto, joka aiemmin oli olemassa arvopaperimarkkinalaissa nimellä sisäpiirintiedon luvaton hyväksikäyttö, voitaisiin säätää hallinnollisessa prosessissa sanktioitavaksi[1185]. Törkeän tuottamukselliset teot olisi mahdollista jakaa osin rikosprosessissa ja osin hallinnollisessa prosessissa rangaistavaksi riippuen muista tekoon vaikuttavista seikoista ja teon suhteen tehtävästä kokonaisarviosta. Käytännössä esimerkiksi saadun tai tavoitellun hyödyn vähäisyys johtaisi törkeän tuottamuksellisen teon käsittelemiseen hallinnollisessa prosessissa ja vastaavasti taloudellisesti merkittävämmät teot käsiteltäisiin rikosprosessissa. Yhteisöille langetettavat seuraamukset olisivat useimmissa tapauksissa määrättävissä hallinnollisessa menettelyssä.

Prosessin valinnan rajatapauksissa voisivat tehdä Rata ja syyttäjä yhdessä. Asia menisi rikosprosessiin, jos syyttäjä alustavasti katsoisi sen näyttävän sel-

---

[1183] Ks. Tolvanen: Hallinnolliset maksut vähäisten tieliikenteen rikkomusten sanktioina, s. 205. Hallinnollisilla maksuilla on voitu korvata rikosoikeudellinen seuraamus (pysäköintivirhemaksu), käyttää uutena sanktioinnin muotona aiemmin kokonaan sanktioimattomalla alueella (joukkoliikenteen tarkastusmaksu) tai kriminalisointien tehosteina (ylikuormamaksu).

[1184] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 121. Ratkaisevaa rajanvedossa on tekijän tuottamuksen aste.

[1185] Ks. OLJ 3/1993, s. 21 ja 38. AML:ssa ollut sisäpiirintiedon luvaton hyväksikäyttö oli aiemmin rangaitavaa vain sakolla. Rikoslakiprojekti ehdotti rangaistavaksi vain erillistä törkeän tuottamuksellista tekoa ja sille vuoden maksimirangaistusta.

laiselta tapaukselta, jonka osalta hän todennäköisesti olisi halukas ajamaan syytettä.[1186] Tällainen menettely olisi omiaan estämään sen mahdollisuuden, että kaikki epäselvät tai hankalat tapaukset päätyisivät aina varmuuden vuoksi hallinnolliseen prosessiin, vaikka jotkin niistä olisi syytä käsitellä rikosoikeudenkäynnissä. Tärkeää eri menettelyjen valinnassa olisi kuitenkin oikeusvarmuuden ja oikeudenkäytön ennakoitavuuden turvaaminen, ettei jäisi täysin arvailujen varaan, milloin teko kuuluu mihinkin prosessiin.[1187]

Vertailukohtana voidaan osittain käyttää esimerkiksi kilpailuoikeutta ja kilpailuviranomaisia.[1188] Kilpailunrajoituslaissa (480/1992) kiellettyjen kilpailunrajoitusten käyttämisestä kilpailuvirasto voi esittää määrättäväksi seuraamusmaksun (kilpailunrikkomismaksu), jonka määrää markkinaoikeus[1189]. Vastaavalla tavalla olisi mahdollista, että Rata esittäisi määrättäväksi seuraamusmaksun tai sitä vastaavan maksun, jonka määräisi Ratan esityksestä esimerkiksi samainen markkinaoikeus.[1190]

Jos lähtökohdaksi otetaan se tilanne, ettei markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin edellyttämien hallinnollisten keinojen johdosta luovuta rikosoikeudellisista keinoista, jää keskeiseksi eroksi kilpailuoikeudellisiin seuraamusmaksuihin se, ettei kilpailulainsäädännön rikkomista ole erikseen kriminalisoitu. Kilpailuviranomaisten määräämiä hallinnollisia seuraamusmaksuja ei siten tarvitse sopeuttaa vastaavia tapauksia koskeviin rikosoikeudellisiin seuraamuksiin.[1191] Arvopaperimarkkinoilla mahdollisesti langetettavien hallinnollisten

---

[1186] Ks. esim. Virallisen syyttäjän harkintavallasta jättää syyte nostamatta ROL 1:7.1 kohta (vähäisyysperuste) ja ROL 1:8.1 kohta (kohtuusperuste).

Ks. myös Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopuminen), s. 342–350.

[1187] Ks. Perustuslain 21 §:n 2 momentti (oikeudenmukaisen oikeudenkäynnin vaatimus); Jonkka: Eräitä näkökohtia perusoikeuksien toteutumisesta erityisesti rikosprosessissa, s. 1266–1268.

Ks. myös FI: 2002:1, s. 38. Oikeusvarmuussyistä tulee erityisesti ottaa huomioon myös se, että selvitys- ja tuomiotoiminta pysyvät erillään.

[1188] Ks. Kuoppamäki: Kilpailuoikeuden perusteet, s. 44–48 (kilpailuviranomaisten menettelystä).

[1189] Markkinaoikeus aloitti toimintansa 1.3.2002 (markkinaoikeuslaki 1527/2001). Sitä ennen asiat käsitteli kilpailuneuvosto.

Ks. Kuoppamäki: Kilpailuoikeuden perusteet, s. 51–55. Seuraamusmaksun perusasteikon suuruus on viidestä tuhannesta markasta neljään miljoonaan markkaan. Jos kilpailunrajoitus ja olosuhteet huomioon ottaen on perusteltua, mainittu määrä saadaan ylittää. Maksu saa kuitenkin olla enintään 10 prosenttia liikevaihdosta (ks. kilpailunrajoituslain 8 §).

[1190] Ks. Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 178, jonka mukaan jonkinlainen erityistuomioistuin, kuten tanskalainen Sø- og handelsretten, saattaisi olla hyväksi talousrikosten käsittelyssä.

[1191] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosten seuraamukset, s. 487. Hallinnollinen kilpailunrikkomismaksu tuli aikaisemman rikosoikeudellisen sääntelyn tilalle. Kun aikaisemmin hallinnollisten maksujen käyttöönottoa oli perusteltu lähinnä prosessiekonomisin syin, liittyivät perustelut tällä kertaa tehokkuusnäkökohtiin ja preventiosyihin.

Ks. myös Kuoppamäki: Kilpailuoikeuden perusteet, s. 30. EY:n mallin mukaiseen hallinto-oikeudelliseen seuraamusmaksuun siirryttiin tehottomaksi osoittautuneesta kilpailunrajoitusten kriminalisoinnista.

maksujen tulisi yksittäistapauksissa olla oikeassa suhteessa teon törkeyteen ja toisaalta systematiikan osalta oikeassa suhteessa myös rikosoikeudellisiin seuraamuksiin[1192]. Hallinnollisten toimenpiteiden tulisi olla direktiivin edellyttämällä tavalla tehokkaita, oikeasuhteisia ja varoittavia, eli niiden pitäisi tarvittaessa olla riittävän suuria, jotta niillä olisi haluttu vaikutus[1193]. Kuitenkaan ne eivät saisi olla kokonaisuutena ankarampia kuin rikosprosessissa langetettavat rangaistukset, koska rikosoikeudelliset rangaistukset on tarkoitettu olemaan viimekätinen ja ankarin keino.[1194]

Sääntely muissa maissa

Vuoden 2001 alussa Ruotsin sisäpiirisääntelyyn liittyvät lait jaoteltiin uudelleen. Uudessa jaottelussa sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto sijoitettiin yhdessä kurssimanipulointia koskevien säännösten kanssa rikosoikeudellisia määräyksiä sisältävään sisäpiiririkoslakiin. Sisäpiiriläisten ilmoitusvelvollisuutta ja lyhyen kaupan kieltoa koskevat pykälät ovat erillisessä hallinnollisia määräyksiä sisältävässä laissa[1195]. Päätös siirtää sisäpiiririkoksia ja kurssimanipulointia koskevat säännökset rikoslakiin korostaa näiden tekojen paheksuttavuutta ja toisaalta selkeästi erottaa vähäisemmät teot lievemmin sanktioiduiksi hallinnollisiksi rikkomuksiksi.[1196]

Norjassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva sääntely sisältyy arvopaperikauppalakiin ja on seuraamusluonteeltaan rikosoikeudellista.[1197] Itse sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevia hallinnollisia sanktioita ei

---

[1192] Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 182. Hallinto-oikeudellisten ja rikosoikeudellisten sääntöjen samanaikaisuus lisää sääntelyn monimutkaisuutta.

[1193] Ks. Nuutila: Rikosoikeus (Rikokset julkista taloutta vastaan), s. 993. Esimerkiksi verorikoksiin liittyy usein verovelvolliselle rangaistusten lisäksi hallinnollisessa järjestyksessä määrättäviä maksuseuraamuksia.

[1194] Ks. Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 323, jonka mukaan sanktioinnissa tulisi keskittyä enemmän siviilioikeudellisiin seuraamuksiin, jos halutaan valvoa sisäpiirikauppaa tehokkaasti. Paras siviilioikeudellinen seuraamus olisi sakko. Rikosoikeudelliset rangaistukset tulisi varata vain kaikkein törkeimpien tekojen osalle, jolloin ne saattaisivat toimia pelotteena ainakin arkipäiväisemmille sisäpiirikaupankävijöille.

[1195] Lag on anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument 2000:1087.

[1196] Ks. Förhandlingarna vid det 36 nordiska juristmötet (Del II), s. 332. Ruotsissa katsottiin, ettei hallinnollisia sanktioita ole tarpeen saattaa koskemaan sisäpiiririkoksia.

Vrt. Hetzler: Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden, s. 91, jonka mukaan Ruotsissa on näin 2000-luvun alussa voimaton sisäpiirikauppaa koskeva sääntely. Lainsäädäntöä, joka on yksipuolisen korostuneesti rikosoikeudellista, pidetään paperitiikerinä.

Vrt. myös Dagens Nyheter 4.12.2001, jossa Ruotsin Ekobrottsmyndighetenin ja Finansinspektionenin pääjohtajat Rolf Holmquist ja Claes Norgren toteavat, että sisäpiiririkoksia koskevia rikosoikeudellisia rangaistuksia tulisi täydentää hallinnollisilla sanktioilla, jotka ovat riittävän suuria pelotevaikutuksen aikaansaamiseksi. Kaikki kokemus talousrikoksista osoittaa, että vaikutus lompakkoon tuntuu eniten.

[1197] Ks. Stordrange: Forbrytelser mot vårt økonomiske system, s. 149. Lainsäännökset sisäpiirikaupasta ovat yksi osa informaation väärinkäyttöä koskevista kielloista Norjan oikeudessa.
Ks. yleisesti Norjan sisäpiirisääntelystä Sæbø: Innsidehandel med verdipapir ja Reed: Straffbar innsidehandel.

ole,[1198] mutta arvopaperikauppalain 14–2 §:n mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen vastaisesti saatu hyöty on mahdollista määrätä menetettäväksi KT:n toimesta.

Tanskassa sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva sääntely sisältyy arvopaperikauppalakiin ja on seuraamusluonteeltaan rikosoikeudellista kuten muidenkin Pohjoismaiden sisäpiirilainsäädäntö.[1199] Varsinainen sisäpiirisääntely ei sisällä hallinnollisia sanktioita lainkaan. Arvopaperikauppalain 95 §:n mukaan sekä FT että FR voivat pakkokeinona määrätä päivä- tai viikkosakkoja ainoastaan niissä tapauksissa, joissa pörssien, arvopaperinvälittäjien, liikkeeseenlaskijoiden ynnä muiden hallituksen jäsenet, johto tai tilintarkastajat ovat laiminlyöneet noudattaa niitä velvollisuuksia, joita FT tai FR ovat heille asettaneet mainitun lain tai sen nojalla annettujen säännösten perusteella. Talousministerin, FR:n tai FT:n arvopaperikauppalain nojalla antamiin säännöksiin voidaan sisällyttää sakon mahdollisuus säännöksen määräysten rikkomisesta (93(4) §).

Saksassa sisäpiirintiedon väärinkäytön kielto löytyy arvopaperikauppalaista. Sisäpiirintiedon väärinkäyttö on luokiteltu rikokseksi eikä sitä koskien ole olemassa hallinnollisia sanktioita.

Ranskassa on kaksijakoinen systeemi koskien sisäpiirintiedon väärinkäytön käsittelyä ja rankaisemista. Ensinnäkin on laissa määritelty sisäpiiririkos, jota koskeva syyte käsitellään rikosprosessissa tuomioistuimessa ja jossa syyttäjänä toimii yleinen syyttäjä. Toisaalta on viranomaisen määräyksessä määritelty sisäpiiririkkomus, joka käsitellään hallinnollisessa prosessissa ja jossa syytevaatimuksen hoitaa hallinnollinen viranomainen Commission des Opérations de Bourse (COB). Nämä hallinnollisessa prosessissa langetettavat sanktiot antaa myös COB itse. Sisäpiirintiedon väärinkäyttötapaus voi siten päätyä tutkinnan ja sanktioinnin kohteeksi kummassa tahansa menettelyssä.[1200] Ainakin aiemmin samasta teosta saattoi tulla seuraamus molemmissa menettelyissä[1201]. Ranskassa lain 621-17 § 3:n mukaan COB:n on ilmoitettava yleiselle syyttäjälle tutkinnassa havaitsemistaan sisäpiiririkoksista (465-1 §). COB ei kuitenkaan ole velvollinen ilmoittamaan yleiselle syyttäjälle aina, kun se aloittaa tutkinnan epäillyistä sisäpiirintiedon väärinkäytöksistä vaan vasta, kun kyseessä on sen mielestä sisäpiiririkos eikä pelkkä hallinnollisessa prosessissa käsiteltävä sisäpiiririkkomus. Syyttäjälle ilmoittaminen ei pysäytä hallinnollista prosessia. Vastaavasti 466-1 § edellyt-

---

[1198] Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 70–81, jonka mukaan sisäpiiririkoksia ei tulisi säännellä vain rikoslailla, vaan sen sijaan tulisi luottaa enemmän yhtiöiden sisällä tapahtuvaan ennaltaehkäisevään työhön. Tätä työtä tulisi kuitenkin edistää yhtiöihin kohdistuvilla hallinnollisilla sanktioilla.

[1199] Ks. Hansen: Informationsmisbrug, s. 538.

[1200] Ks. Steinberg: International Securities Law, s. 140. Ranskassa ei kumpikaan sisäpiirisäännös mainitse yksityisoikeudellisista vaatimuksista mitään. Tuomioistuimet ovat kuitenkin katsoneet, että siviilioikeudellisia korvauksia on mahdollista saada tilanteissa, joissa väärää tai harhaanjohtavaa tietoa on levitetty, vihjaten siten, että sisäpiirintiedon väärinkäytön uhrit voisivat myös saada korvauksia.

[1201] Ks. Le Conseil Constitutionnel, 28.7.1989, Décision no 89–260.

Vrt. Franz Fischer v. Austria, 29.5.2001. Sopimusvaltio on ihmisoikeustuomioistuimen mukaan vapaa sääntelemään kumman säännöksen perusteella teosta syytetään. Yhden teon perusteella henkilöä ei voida kuitenkaan syyttää ja rangaista kahdesti.

tää oikeusviranomaisia pyytämään COB:n käsityksen asiasta aina, kun on kyse sisäpiiririkoksia koskevista tapauksista.

COB on joutunut äskettäin tarkistamaan menettelytapojaan koskien sen antamia sanktioita. Pariisin valitustuomioistuin totesi päätöksessään,[1202] etteivät COB:n menettelytavat noudattaneet Euroopan ihmisoikeussopimuksen (EIS) asettamia vaatimuksia epäiltyjen oikeuksille. Ongelmana oli objektiivisuuden ja puolueettomuuden puute, mikä johtui siitä, että COB:n henkilökunta saattoi toimia useammassa kuin yhdessä ominaisuudessa prosessin aikana. Nykyään yksittäisen tapauksen tutkija voi osallistua COB:n oikeudenkäyntiprosessiin, mutta hänellä ei ole mitään roolia itse syyteharkinnassa tai sanktioiden määräämisessä. Tuomioistuimen päätös ei kuitenkaan asettanut kyseenalaiseksi COB:n oikeutta sekä tutkia että antaa sanktioita yleensä.[1203]

Yhdistyneessä kuningaskunnassa sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kielletty sekä rikoslaissa että arvopaperimarkkinoita sääntelevässä erityislaissa. Tässä kaksijakoisessa systeemissä kumpikin sekä yleinen syyttäjä että arvopaperimarkkinoita valvova hallinnollinen viranomainen, Financial Services Authority (FSA), voivat ajaa syytteitä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä joko rikoslain tai arvopaperimarkkinalainsäädännön mukaisesti.[1204] FSMA 123(1) § antaa FSA:lle mahdollisuuden langettaa hallinnollisia sanktioita sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Säännös jättää FSA:n harkintaan sanktioiden suuruuden. Lain 124(1) § edellyttää FSA:ta kuitenkin julkistamaan toimintaperiaatteensa sanktioista ja niiden määrästä. Nämä sanktioita koskevat periaatteet on julkistettu Enforcement manual -nimisessä julkaisussa. FSA on lisäksi julkistanut FSMA 119 §:n velvoittamana toimintalinjaukset siitä, minkälaista toimintaa se yleensä pitää markkinoiden väärinkäyttönä[1205]. Markkinoiden väärinkäytön tulkintaa koskevat linjaukset on esitetty Code of Market Conduct -nimisessä julkaisussa.[1206] FSA:n harkitessa, onko jokin tapaus parempi käsitellä rikosasiana vai hallinnollisena asiana, se ottaa huomioon useita erilaisia seikkoja kuten asian laajuus ja vakavuus, oliko teolla uhreja, vaikutus markkinoihin, rikoshyödyn suuruus, teon toistuvuus sekä

[1202] Cour d'Appel de Paris. Premiére chambre. Section H. 7.3.2000, no 1999/15862.

[1203] COB Rapport Annuel 2001 luku V kohta I.B (www.cob.fr); Ks. Rontchevsky-Storck: Droit des marchés financiers, s. 705–709; WSLR: Country Reports, France, s. 3.

[1204] Ks. CJA 61(2) § ja FSMA 401(2) § ja 402(1) §, prosessin voi em. säännösten mukaan aloittaa myös Kauppa- ja Teollisuusministeri (the Secretary of State for Trade and Industry). Pohjois-Irlannissa syyttäjänä on oma yleinen syyttäjä ja Skotlannissa the Crown Office.

Ks. esim. Rider: Insider Trading – A Crime of our Times?; Enforcement of Financial Services Law etc.; Regulation of Financial Markets etc.; Civilising the Law ja The Control of Insider Trading etc., joissa Rider on Englannissa pohtinut jo vuosikausia siviilioikeudellisten ja hallinnollisten sanktioiden merkitystä rikosoikeudellisten rangaistusten ohella.

[1205] Markkinoiden väärinkäyttöä (Market Abuse) on FSMA:n 118(2) §:n määritelmän mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja kurssin vääristäminen.

[1206] Ks. Blyth: Regulation of Financial Services in the UK, s. 414, jonka mukaan laki luo uuden siviilioikeudellisen rikkomuksen teoille, jotka eivät mahdu sisäpiiririkoksen määritelmän rajoihin.

Ks. myös Jones – Johnstone: Expectations of Privacy and Market Abuse etc., s. 121. Eräänä keskeisenä tavoitteena Market Abuse-säännösten osalta oli niiden mahdollisimman suuri joustavuus.

henkilön aiemmin saamat varoitukset ja tuomiot. Myös tutkinnan vapaaehtoisella auttamisella voi olla merkitystä prosessia valittaessa.[1207] Sisäpiiririkoksia voi lisäksi tutkia Serious Fraud Office, joka silloin vastaa itse myös rikossyytteiden nostamisesta.[1208]

FSMA 124(1) §:n mukaisesti FSA on julkistanut Enforcement manuaalissa linjauksensa hallinnollisista sanktioista. Manuaalissa todetaan FSA:n voivan langettaa rahallisia seuraamuksia. FSA ei kuitenkaan esitä mitään seuraamuksia koskevaa hinnastoa johtuen siitä, että markkinoiden väärinkäytöksiä on niin monen tyyppisiä. Lain 124(2) § asettaa kriteereitä, jotka FSA:n on otettava huomioon sanktioita mitatessaan. Näitä kriteereitä ovat toiminnan haitallinen vaikutus markkinoihin, toiminnan tahallisuus tai piittaamattomuus ja se, onko kyse luonnollisesta henkilöstä vai ei. Manuaalissa tähän listaan on lisätty vielä muun muassa saadun hyödyn määrä, henkilön aikaisempi moitittava toiminta ja FSA:n aiempi käytäntö samanlaisissa tapauksissa. Seuraamuksen on myös oltava oikeassa suhteessa teon luonteeseen ja vakavuuteen.[1209] Jos FSA voi langettaa teosta sanktion jollekin henkilölle, se voi tämän sanktion sijasta myös julkistaa lausunnon, jossa se toteaa henkilön syyllistyneen kyseiseen tekoon.[1210] Harkittaessa lausunnon julkistamista sanktion sijasta otetaan huomioon edellä mainittujen kriteerien lisäksi myös se, onko henkilö myöntänyt tekonsa ja antanut viranomaiselle heti kaiken tarvittavan avun sekä ryhtynyt toimenpiteisiin vahingon kärsineiden hyvittämiseksi.[1211]

Yhdysvalloissa SEC ei toimi syyttäjänä rikostapauksissa, vaan tahallisten lainrikkomusten ollessa kyseessä SEC siirtää kerätyn todistusaineiston oikeusministeriölle, joka päättää rikossyytteiden nostamisesta[1212]. Usein tutkinta on käynnissä samanaikaisesti sekä siviili- että rikosprosessissa, joskaan suurin osa SEC:n sisäpiiritutkinnasta ei koskaan päädy rikossyyt-

---

[1207] Ks. FSA: Enforcement Manual, luku 15.7.

[1208] Ks. Iosco: Questionnaire on police competences of Securities Commissions.

[1209] Ks. FSA: Enforcement Manual, luku 14.7.

Ks. myös Eadie: Market Abuse and the European Convention on Human Rights, s. 75. Merkittävätkään taloudelliset sanktiot eivät välttämättä muuta niiden luonnetta rikosoikeudelliseksi.

[1210] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 171. Liikkeeseenlaskijat ja sijoituspalveluyritykset suhtautuvat Suomessa varsin myönteisesti rikkomusten tehokkaampaan julkistamiseen, vaikka kielteinen julkisuus ja maineen sekä arvostuksen menetys onkin äärimmäisen kiusallista.

[1211] FSMA 123(3) §; FSA: Enforcement Manual, luku 14.6.

Ks. SALS: Report on parallel proceedings, s. 18–20. Raportin mukaan "a plea of guilty" on yksittäinen kaikkein tehokkain keino prosessin lyhentämiseksi. Plea agreement on houkuttava keino saavuttaa nopeasti ja tehokkaasti lopputulos, joka muuten saattaisi viedä kuukausia tai vuosia.

Ks. Reichman: Insider Trading, s. 84. Motiivi sovittelumenettelyyn ryhtymiselle on lievempi tuomio.

Vrt. SEC Annual Report 2001, kohta enforcement (www.sec.gov). Suurin osa tapauksista USA:ssa ratkaistaan sovittelussa.

[1212] Ratner: Securities Regulation, s. 248; Ks. myös Naylor: The Use of Criminal Sanctions by UK and US etc., s. 320, jonka mukaan oikeusministeriö nosti ensimmäisen rikossyytteen sisäpiirikaupasta vasta vuonna 1980.

teisiin[1213]. USA:ssa on usein myös mahdollista sopia asia ilman oikeudenkäyntiä suostumalla maksamaan sovittu seuraamuksen määrä ja palauttamaan saatu hyöty[1214]. SEC julkisti jokin aika sitten uuden kehikon, jonka avulla se arvioi tutkinnan kohteena olevien yhteistyöhalukkuutta ja sen mahdollista vaikutusta sanktioihin. Yhteistyötä arvioidaan neljän laajan kriteerin avulla; self-policing, self-reporting, remediation and cooperation with law enforcement authorities. Hyvityksenä yhteistyöstä SEC:n kanssa SEC voi hakea tuomioistuimelta kevyempiä seuraamuksia tai poikkeuksellisesti luopua syytteistä kokonaan.[1215]

Suomessa rikoslain uuden 6 luvun 6 §:n 3 kohdan mukaan rangaistusta voidaan lieventää, jos tekijä on pyrkinyt edistämään rikoksensa selvittämistä. Korkein oikeus katsoi eräässä tapauksessa,[1216] ettei henkilölle tuomittua rangaistusta ole syytä alentaa, koska puheena olevassa lainkohdassa (tapahtuma-aikaan RL 6:3:n 3 kohta) säädetty lieventämisperuste koskee sekä lain sanamuodon että hallituksen esityksen (HE 25/1975 vp. II s. 15) ja lakivaliokunnan siitä antaman mietinnön (LaVM 1/1976 s. 3) mukaan vain tekijän *oman rikoksen* eikä muiden tekijäkumppanien osallisuuden selvittämistä. Eri mieltä olleiden jäsenten lausuntojen mukaan lain esitöistä ilmenee, ettei rikoksen selvittämisen palkitsemisella ole tarkoitettu saattaa Suomessa voimaan eräissä maissa vallitsevaa niin sanottua kruununtodistajajärjestelmää, jonka mukaan rikostoverinsa ilmiantanut ja syyttäjän todistajaksi ryhtynyt voidaan kokonaan tai osaksi jättää teoistaan syytteeseen panematta ja tuomitsematta. Siitä huolimatta he katsoivat, että rangaistuksen lieventäminen olisi ollut perusteltua tällaisen ammattimaisesti harjoitetun ja organisoidun kansainvälisen huumerikollisuuden torjumisen ja selvittämisen kannalta eikä se olisi johtanut ristiriitaan rikoslain kanssa.

[1213] Ks. McLaughlin-Macfarlane: United States (Insider Trading), s. 315; McLucas-Taylor-Mathews: A Practitioner's Guide to the SEC etc., s. 100; Rider: The Control of Insider Trading etc., s. 236.

Ks. Larsson: Hvitere enn hvitsnippkriminalitet, s. 70, jonka mukaan n. 10 % kaikista USA:n sisäpiiritapauksista lähetetään rikosprosessiin.

Ks. myös Reichman: Insider Trading, s. 82. Vuosien 1934 ja 1979 välisenä aikana SEC:llä oli yhteensä 53 sisäpiiririkoksiin liittyvää oikeusjuttua.

[1214] Ks. SEC Annual Report 2001, kohta enforcement (www.sec.gov). Suurin osa tapauksista ratkaistaan sovittelussa, joissa vastaaja suostuu maksamaan muun muassa sakon ja saadun hyödyn määrän (useampi kertaisena) myöntämättä tai kiistämättä syytteitä.

Ks. sovittelusta esim. SEC v Göran Heden et al., Civil Action No. 99 Civ. 1418 S.D.N.Y (1999), SEC v. Dennis Levine, Civil Action No. 86 Civ. 3726 S.D.N.Y. (1986) sekä SEC v. Ivan Boesky, Civil Action No. 86 Civ. 8767 S.D.N.Y. (1986).

Ks. myös Meulbroek: An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, s. 1664 ja 1667–1668. Meulbroekin 1980-lukua koskevassa amerikkalaisessa tutkimuksessa todettiin valtaosan sisäpiiririkoksista päätyvän siviiliprosessiin ja niistä noin 70 % sovitaan. Sisäpiirikaupat olivat yleensä suhteellisen pieniä, niistä saatu hyöty oli keskimäärin reilut 17 000 dollaria ja SEC:lle maksettu sakko keskimäärin hieman yli 19 000 dollaria.

[1215] SEC:n tiedotus 23.10.2001 (2001–117).

Ks. myös CESR: A European Regime against Market Abuse, s. 16 (kohta 88), jossa CESR ehdotti sopimismahdollisuuden ottamista MAD:iin; "Competent Authorities should have the power to settle any case of suspected Market Abuse in their jurisdiction with regard to the sanctions that they apply."

[1216] KKO 1998:162.

VII
TUTKIMUKSEN JOHTOPÄÄTÖKSET

1 Sisäpiirisäännöksen tulkinta ja systematisointi

Tutkimuksen keskeisenä lähtökohtana on ollut käsitys, jonka mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttö on hyvin vaikeasti toteen näytettävissä. Kaikkien arvopaperimarkkinarikosten sääntely perustuu osin avoimiin tunnusmerkistötekijöihin, koska tietoon ja sen käyttämiseen arvopaperimarkkinoilla ei ole mahdollista vahvistaa täysin tarkkoja määritelmiä ja tekotapakuvauksia. Talousrikoksia koskevan sääntelyn erityisenä piirteenä onkin yleisesti se, että säännökset ovat tyypillisesti sisällöllisesti avoimia, minkä johdosta tulkinnalle on jäänyt suhteellisen laaja merkitys lainsoveltamistilanteissa. Tämä on kasvattanut objektiivisen teleologisen laintulkinnan merkitystä. Koska tekotapojen kuvauksessa ja säännösten tulkinnassa ei myöskään voida välttyä tukeutumasta ympäröivään normistoon ja käsitteistöön, saattaa taloustiede talousrikosten osalta auttaa tarkentamaan rikosoikeudessa käytettyjä käsitteitä ja niiden sisältöä sekä selittämään tapahtumien taloudellista taustaa silloin, kun on kyse taloudellisessa ympäristössä tapahtuviin ilmiöihin liittyvästä tosiseikaston selvittämisestä.

Arvopaperimarkkinoita koskevan rangaistussääntelyn tavoite ylläpitää sijoittavan yleisön ja pääomantarvitsijoiden luottamusta markkinoiden puolueettomuutta kohtaan on sama kuin muun arvopaperimarkkinoita koskevan lainsäädännön tavoite. Sisäpiirintiedon väärinkäyttösäännöksen tavoite tulee käsittää osana tämän oikeudenalan muodostamaa kokonaisuutta ja säännöksessä käytettyjä arvopaperimarkkinoihin liittyviä käsitteitä tulee tulkita samalla tavalla kuin muussa arvopaperimarkkinoita koskevassa lainsäädännössä.

Sisäpiirintiedon määritelmää voidaan pitää kaikkein tärkeimpänä seikkana sisäpiirintiedon väärinkäytön sääntelyssä. Ilman sisäpiirintietoa ei voi olla sen väärinkäyttöä. Sisäpiirintieto rakentuu keskeisesti tiedon olennaisen vaikutuksen ja julkistamattomuuden varaan[1217]. Kolmantena elementtinä on vaatimus siitä, että tieto liittyy julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin. Näistä kolmesta elementistä liittymä julkiseen kaupankäyntiin ja tiedon julkisuus ovat usein kohtuullisen helposti todennettavissa. Sisäpiirintietoon liittyy implisiittisesti myös vaatimus tiedon riittävästä tarkkuudesta oikean suuntaisten johtopäätösten tekemiseksi.

Tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimus on sen sijaan paljon vaikeammin arvioitavissa. Olennaisuuden käsitteelle ei ole annettu mitään selkeää määritelmää tai normatiivista sisältöä laissa, eikä se toisaalta olisi käytännössä edes

[1217] Ks. myös Reed: Straffbar innsidehandel, s. 298.

kovin helppoa. Tunnusmerkistössä sisäpiirintiedolta ei vaadita tosiasiallista vaikutusta vaan sitä, että se on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Arvopaperimarkkinoilla käytettävien yleisten arviointiperusteiden mukaan tiedon tulee olla sellaista, että sillä *yleensä* tai *tyypillisesti* on vaikutusta arvopaperin arvoon tai hintaan. Riittävää on, että tiedon olennaisen vaikutuksen mahdollisuus on objektiivisesti arvioiden todellinen.

Olennaisuuden vaatimus on hyvä esimerkki tulkinnanvaraisesta käsitteestä, jonka kaltaisia sisällöltään epävarmoja ja abstrakteja käsitteitä on toimintaympäristöä painottavan ajattelun mukaisesti pyrittävä usein selventämään laajemmin asianomaisella oikeudenalalla vallitsevista normeista saatavilla tulkintaohjeilla. Olennaisuuteen liittyvää tulkinnan vaikeutta ei kuitenkaan voida pitää yksioikoisesti sisäpiirisäännöksen heikkoutena, koska olennaisuudella on nimenomaisesti haluttu asettaa selvä kynnys säännöksen soveltamiselle.[1218] Olennaisen vaikutuksen vaatimus on myös eräs kaikkein keskeisin tunnusmerkistöön liittyvistä eroista, joita eri maiden lainsäädäntöjen välillä löytyy. Kansainvälisestä vertailusta ilmenee, että olennaisuuden vaatimus rajaa merkittävästi rangaistavan ja rankaisemattoman teon eroa.[1219]

Alioikeuksien ja syyttäjien ratkaisukäytännössä on sisäpiirintiedon väärinkäytön osalta havaittavissa kolme keskeistä tunnusmerkistötekijää, jotka usein nousevat esiin ratkaisujen perusteluissa. Ensiksikin tiedon sisäpiiriluonne ja erityisesti sisäpiirintiedon määritelmään sisältyvä tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimus. Toinen esille nouseva tunnusmerkistötekijä on hyötymistarkoitus. Hyötymistarkoitusta tai sen puuttumista ei voida yleensä mitenkään muuten todeta, kuin päättelemällä se ulkoisista olosuhteista. Kolmannen tekijän eli syyksiluettavuuden osalta on myös käytännössä nähtävissä, että tekijän tosiasiallista mieltämistä ei todellisuudessa aina voida eikä välttämättä yritetäkään arvioida, vaan arvio kohdistuu ulkoisiin tosiseikkoihin, kuten olosuhteisiin, tapahtumainkulkuun ja yleiseen elämänkokemukseen sekä tekijän kykyyn ja tilaisuuteen toimia normeihin ja olosuhteisiin perustuvien objektiivisten huolel-

---

[1218] Vrt. HE 53/2002, yleisperustelut, luku 3.4 ja yksityiskohtaiset perustelut, RL 30:9. HE:n mukaisesti olennaisuuskynnys poistettiin kirjanpitorikoksen perustekomuodosta, sillä sen katsottiin selkeyttävän rajanvetoa perustunnusmerkistön ja törkeän tekomuodon välillä. Olennaisuusvaatimuksen poistaminen ei kuitenkaan poista soveltamiskynnystä kokonaan. Kirjanpidon laiminlyöntien tai virheellisyyksien on edelleen oltava sellaisia, että ne vaikeuttavat oikean ja riittävän kuvan saamista. Yksittäiset ja vähäiset puutteet ja virheet eivät yleensä voi tällä tavoin vaikeuttaa oikean ja riittävän kuvan saamista tuloksesta tai taloudellisesta asemasta kokonaisuudessaan.

Vrt. myös Sandeberg: Marknadsmissbruk, s. 179, jonka mukaan sisäpiiririkoksissa näyttötaakkaa vähentäisi "on omiaan olennaisesti vaikuttamaan" –vaatimuksen muuttaminen "ei epäolennaista vaikutusta" -vaatimukseksi.

[1219] Ks. luku III 4.6. Norjan, Tanskan ja Ranskan sisäpiirintiedon määritelmistä puuttuvat tiedon olennaisen vaikutuksen vaatimukset. Ks. 2003/6/EY: MAD artikla 1(1), joka edellyttää huomattavaa (significant) vaikutusta.

lisuusvelvoitteiden mukaisesti. Nämä viimeksi mainitut velvoitteet kytkevät samalla rikosvastuun tarkastelun osittain myös yksityisoikeudellisiin säännöksiin ja niissä asetettuihin toiminta- ja huolellisuusvelvoitteisiin.[1220]

Rikoksen rakenteen perinteinen jaottelu kolmeen osaan on ollut käyttökelpoinen väline systematisoida sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistö. Tutkimuksessa tunnusmerkistön mukaisuus jaettiin objektiiviseen ja subjektiiviseen puoleen siten, että objektiivinen puoli koostui sellaisista osista kuin sisäpiirintieto, tekijä, tekotapa sekä kielletty riskinotto ja subjektiivinen puoli hyötymistarkoituksesta. Syyksiluettavuuden kohdalla tarkasteltiin tahallisuutta ja tuottamuksesta tekijän huolimattomuutta.

Tunnusmerkistöön kuuluvan tekijäpiirin määräytymisen yhteydessä käsiteltiin erikseen erityisiä turvasatamasäännöksiä, jotka poistavat muuten tunnusmerkistön mukaisilta teoilta niiden kielletyn luonteen. Turvasatamasäännökset ovat periaatteessa sen tyyppisiä, että ne olisi ollut mahdollista jäsentää myös systematiikan myöhäisempään vaiheeseen eli oikeudenvastaisuuteen. Suomalainen sisäpiirisääntely ei sellaisenaan tarvitse näitä turvasatamasäännöksiä, mikä johtuu tunnusmerkistöön kuuluvasta hyötymistarkoituksen vaatimuksesta.

Jos sääntelyn systematiikka perustuisi vain ulkoisiin objektiivisiin kriteereihin sekä niitä täydentäviin turvasatamasäännöksiin ilman mitään hyötymistarkoituksen vaatimusta, olisi syyttäjän näyttötaakka sisäpiiririkoksissa tältä osin vähäisempi. Tällainen systematiikka olisi sinänsä selkeä, koska se yksiselitteisesti kieltäisi kaupankäynnin sellaisena ajankohtana, jolloin henkilöllä on sisäpiirintietoa hallussaan, ellei olisi olemassa nimenomaista kaupankäynnin sallivaa turvasatamasäännöstä. Suomalainen hyötymistarkoitusta ja tiedon hyväksikäyttöä edellyttävä systematiikka korostaa kuitenkin paremmin syyttömyysolettamaa, koska syyttäjän on periaatteessa näytettävä mainitut tunnusmerkistötekijät toteen. Käytännössä niitä ei kuitenkaan voi näyttää toteen juuri millään muulla keinolla kuin sillä, että arvopaperikaupat tehtiin vasta sisäpiirintiedon saamisen jälkeen.[1221]

Turvasatamasäännösten systematisointi tulee jatkossa esille uuden markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin myötä, joka sisältää näitä turvasatamasäännöksiä, vaikka se samalla edellyttää sisäpiirintiedon käyttämistä. Sisäpiirisäännösten kansainvälisessä vertailussa on havaittavissa osalla vertailun maita olevan ainakin osaksi käytössään systematiikka, joka perustuu ulkoisiin kriteereihin

---

[1220] Ks. Hgin KäO 00/869; Hgin KäO 98/8408; Hgin KäO 01/13963; Hgin KäO R 03/338 ja syyttämättäjättämispäätös nro 03/8 ym.

[1221] Ks. Hgin KäO R 03/338 (25.3.2003), s. 21. Käräjäoikeuden mukaan sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistön subjektiivisen puolen kriteerit eivät täyty vielä sillä, että objektiivisesti arvioiden jokin tieto on sisäpiirintietoa tai että lähtökohta osakekauppaan on ollut hyödyn tavoittelu. Muutoinhan rikos olisi säädetty täytetyksi jo sillä, että osakekauppa tapahtuu sisäpiirintiedon ollessa olemassa.

sekä niitä täydentäviin turvasatamasäännöksiin. Osalla vertailun maita taas tunnusmerkistö käsittää sekä objektiivisia että subjektiivisia elementtejä ilman mitään turvasatamasäännöksiä. Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi on näiden yhdistelmä.

Tutkimuksessa on joitakin sisäpiirintiedon väärinkäytön tunnusmerkistötekijöitä käsitelty useammassa eri kohdassa, koska kaikkia asioita ei ole ollut mahdollista pohtia riittävässä määrin vain yhdessä paikassa.

2 Väärinkäytösten selvittäminen

Suomen nykyisessä systeemissä sisäpiiririkosten tutkinta on jakautunut arvopaperimarkkinoita valvovan viranomaisen ja poliisin kesken. Arvopaperimarkkinoita valvovana viranomaisena Rata useimmiten suorittaa alustavan tutkinnan ja vasta sen jälkeen siirtää epäilyttävät tapaukset poliisille varsinaiseen esitutkintaan. Tutkinnan todellinen haaste on yleensä löytää tapauksia, joissa olisi konkreettisia rikosepäilyjä. Käytännössä tutkinnan suurin vaikeus kulminoituukin ennen kaikkea siihen seikkaan, miten osoittaa jonkun arvopaperikauppoja tehneen henkilön ja sisäpiirintiedon välinen yhteys. Tehokas tutkinta edellyttäisi sisäpiiririkoksia ensisijaisesti tutkivalle viranomaiselle riittävät valtuudet epäilyttävien tapausten selvittämiseen. Valvontaviranomaisen nykyiset valtuudet riittävät arvopaperimarkkinoiden valvontaan, mutta eivät sisäpiiririkosten tutkintaan.

Sisäpiiririkoksille on hyvin tyypillistä, ettei niistä yleensä tehdä mitään tutkintapyyntöjä viranomaisille, koska väärinkäytösten kohteeksi joutuneet sijoittajat eivät välttämättä edes tiedä joutuneensa rikoksen uhriksi.[1222] Tämä on omiaan korostamaan Ratan keskeistä asemaa arvopaperimarkkinoiden asianmukaisen toiminnan varmistamisessa. Vaikka arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset ovat välttämättömiä lainsäädännön keskeisten velvoitteiden ja rajoitusten noudattamisen tehostamiseksi, jää säännösten merkitys vähäiseksi ilman tehokasta valvontaa[1223].

Markkinoiden nopea muuttuminen ja toiminnan kansainvälistyminen asettavat vaatimuksia erityisesti valvontaviranomaisten kyvylle reagoida riittävän nopeasti, tehokkaasti ja uskottavasti arvopaperimarkkinoilla tapahtuviin väärinkäytöksiin. Valtioiden rajojen yli tapahtuvien väärinkäytösten estämisessä eivät pelkät kansalliset keinot enää riitä, vaan tärkeään asemaan nousee viranomaisten harjoittama kansainvälinen yhteistyö eli se, miten eri maiden viranomaiset todellisuudessa kykenevät toimimaan yhdessä ja mitä valtuuksia heillä on käytössään toistensa auttamiseksi. Valvontaviranomaisten valtuuksien tulee siksi olla riittävät eikä eri maiden viranomaisten toimivaltuuksien tulisi olennaisesti poiketa toisistaan.[1224] Markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi edellyttääkin säädettäväksi entistä tiukempia

---

[1222] Ks. Häyrynen: Arvopaperimarkkinarikollisuus, s. 169; Larsson: Hunting Ghosts, s. 65. Uhrit eivät itse usein edes havaitse olevansa uhreja, koska vahingon vaikutus laimenee niin laajan joukon kesken.

[1223] LaVM 28/1998 vp.

[1224] HE 175/2002 vp, s. 23.

yhteistyövelvoitteita ja selvästi järeämpiä valtuuksia toimivaltaisille viranomaisille.

Vaikka arvopaperimarkkinarikoksia koskevat rangaistussäännökset ovatkin hyvin ajan tasalla, ei se merkitse sitä, etteikö arvopaperimarkkinoiden valvontaan ja oikeudellisen vastuun toteuttamiseen liity ongelmia. Nämä ongelmat koskevat, niin kuin edellä on jo käynyt ilmi, erityisesti epäiltyjen väärinkäytösten selvittämistä ja viranomaisvaltuuksia, mutta myös arvopaperimarkkinarikoksista syyttämistä.[1225] Tunnusmerkistöjen ongelmakohdat ovat samalla myös koko tutkinnan ongelmakohtia ja näytön puuttuminen jostain tunnusmerkistön osasta johtaa viime kädessä syytteen hylkäämiseen[1226]. Rikosoikeudellisessa tarkastelussa ei kuitenkaan tulisi tyytyä pitämään prosessuaalisina epävarmuustekijöinä vain tunnusmerkistön tulkintaa ja näytön riittävyyttä, vaan hankittava näyttö olisi lisäksi voitava esittää ratkaisijan kannalta oikeassa ja selkeässä muodossa[1227].

Perinteinen rikosoikeuteen nojautuva lainvalvonta on harvassa valtiossa saanut aikaan merkittäviä tuloksia arvopaperimarkkinoiden valvonnassa, ainakaan rangaistuksilla mitattuna. Tutkimuksessa tehdyn vertailun perusteella näyttää siltä, että sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskien parhaita tuloksia rikosoikeudellisilla keinoilla saavuttaneessa maassa on tullut tuomio keskimäärin noin kaksi kertaa vuodessa, huonoimmassa kautta aikojen vain yksi. Parhaita tuloksia saavuttaneen maan eli Saksan osalta on merkille pantavaa erityisesti se, että lähes kaikki rangaistukset on annettu normaalia tuomioistuinkäsittelyä suppeammassa rangaistusmääräysmenettelyssä. Rangaistusmääräysmenettelyn tai muun yksinkertaistetun rikosoikeudellisen menettelyn kehittäminen ei kuitenkaan sisäpiirintiedon väärinkäyttötapauksissa ole yksistään enää riittävä vaihtoehto, koska markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi edellyttää nimenomaisesti hallinnollisia toimenpiteitä tai seuraamuksia.[1228]

Rikoslaki on vain yksi väline, jolla valtio voi pyrkiä käytännössä suojaamaan luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaan. Kunhan riittävät oikeusturvatakeet otetaan huomioon, voidaan vastuu toteuttaa tarvittavalla tavalla osittain

---

[1225] LaVL 24/2001 vp; Ks. LaVM 28/1998 vp.

Ks. myös Halme: Pankkisäätely ja valvonta, s. 495, jonka mukaan pankkikriisin aikana eräissä tapauksissa valvojan liian ymmärtävä suhtautuminen säännösten rikkomiseen ja sanktioiden käytön välttäminen saattoivat lisätä pankkien piittaamatonta suhtautumista säännösten noudattamiseen.

[1226] Ks. Coleman: The Criminal Elite etc., s. 229. Syyttämiseen liittyvistä käytännön ongelmista huolimatta syytetoimilla on jo sinällään ennaltaehkäisevä merkitys. Samoin Graaff: Insider Abuse etc., s. 173.

[1227] Salminen: Velallisen rikos, s. 61; Gale-Gale-Scanlan-McGee: Fraud and the plc. luku 5.1.

[1228] Ks. Tolvanen: Hallinnolliset maksut vähäisten tieliikenteen rikkomusten sanktioina, s. 206, joka tuo esille menettelyn yksinkertaistamisen rikosprosessuaalisen järjestelmän rajoissa. Ks. myös Frände: Allmän straffrätt, s. 354.

myös hallinnollisessa prosessissa[1229]. Hallinnolliset seuraamukset muodostavat varteenotettavan tavan käsitellä arvopaperimarkkinoilla ilmeneviä *vähäisempiä* rikkomuksia, joissa voi olla tarkoituksenmukaista luopua rikosoikeudellisista seuraamuksista hallinnollisen kontrollijärjestelmän hyväksi, vakavampien tekojen jäädessä kuitenkin edelleen rikosoikeudellisten rangaistusten piiriin[1230]. Kyse on siten rikosoikeudellisten keinojen *täydentämisestä* hallinto-oikeudellisin keinoin eikä suinkaan rikosoikeuden korvaamisesta niillä.[1231]

> Rikosoikeuskomitea totesi aikoinaan rikosoikeudellisten keinojen käytöstä, että vaikka rikosoikeudelliset keinot voidaan usein korvata muilla vaihtoehdoilla, on rikosoikeudellinen järjestelmä kuitenkin välttämätön eräiden yhteiskuntajärjestykselle keskeisten kieltojen, rajojen ja merkityksien osoittajana. Merkittävää on nimenomaan yhteiskunnan arvovaltaisen paheksumisen välillinen vaikutus kansalaisten asenteisiin, arvostuksiin ja käsityksiin.[1232]

[1229] Ks. Perustuslain 21 §; PeVM 25/1994 vp, s. 4; Ks. Nuotio: Teko, vaara, seuraus, s. 522, joka varoittelee sakonuhkaisten vähäisten lainrikkomusten dekriminalisoinnin esittämistä minään yleisenä ratkaisuna, koska useimmissa tapauksissa tarvittaisiin kuitenkin jonkinlaista hallinnollista kontrollijärjestelmää tilalle, jolloin kansalaisten oikeusturvatakeet entisestään heikkenisivät.

Ks. myös Eadie: Market Abuse and the European Convention on Human Rights, s. 76. Oikeudenmukaisuudelle on asetettu korkeammat vaatimukset rikosprosessissa kuin siviilioikeudellisessa- tai hallinnollisessa prosessissa.

[1230] Ks. Lappi-Seppälä: Rikosoikeus (Rikosoikeudellisista toimenpiteistä luopuminen), s. 345. Syyttämättä jättämisen perusteena kohtuusperuste tarkoittaa sekä kohtuus- että tarkoituksenmukaisuusperustetta.

Ks. Nuutila: Rikosoikeus (Rikokset julkista taloutta vastaan), s. 1004. Jos rikos on vähäinen, verottaja voi tyytyä veron korotuksen määräämiseen. Ks. Lievä veropetos (RL 29:3) ja verorikkomus (RL 29:4), joista voidaan jättää ilmoitus tekemättä, syyte ajamatta tai rangaistus tuomitsematta, jos veron korotus harkitaan riittäväksi seuraamukseksi.

[1231] Ks. Lahti: Rikoslain kokonaisuudistuksen ensimmäinen vaihe, s. 265. Rikosoikeuden tehokkuuden varmistamiseksi ja sen pelkän symbolisuuden torjumiseksi tulisi rikosoikeudellisia ja hallinnollisia sekä rakenteellisia rikoksen torjuntakeinoja kehittää samanaikaisesti ja toisiaan täydentäen.

Ks. Mäkelä: Talouselämän rikokset ym, s. 108 ja 116, jonka mukaan rikosoikeuden ja muiden oikeudellisten ohjailukeinojen käyttäminen rinnakkain tarjoaisi kriminaalipoliittisesti hyväksyttävimmän keinon ehkäistä talouselämän väärinkäytöksiä.

Ks. myös Rider: Regulation of Financial Markets etc., s. 53. Sisäpiirintiedon väärinkäytön suhteen on jo pitkään tunnustettu se, että ongelmaa on käsiteltävä monilla eri tasoilla. Pelkästään rikosoikeuteen nojautumalla voidaan tuskin saavuttaa merkittäviä tuloksia.

[1232] KM 1976:72, s. 41; Ks. Friedrichs: Trusted Criminals etc., s. 341.

Ks. myös. Koponen: Tahallisuudesta talousrikoksissa, s. 320, jonka mukaan rikosoikeuden aseman merkitystä rajoittavaan kehitykseen ei ole aihetta talousrikostenkaan osalta.

3 Yhteenveto markkinoiden väärinkäyttö -direktiivistä

Sisäpiirintiedon väärinkäytön *tunnusmerkistöön* direktiivin säännökset eivät tule aiheuttamaan mitään mullistavia uudistuksia Suomessa.[1233] Muutoksissa on monilta osin kyse, sisäpiiridirektiiviin verrattuna, lähinnä säännösten tarkennuksista ja jonkin verran myös laajennuksista kuten esimerkiksi syyksiluettavuuden rajaamisesta, sisäpiirintiedon ilmaisemisen sallittavuudesta sekä viranomaisyhteistyön korostamisesta.

Hieman suurempia uudistuksia esitellään turvasatamasäännöksessä, jossa liikkeeseenlaskijoille mahdollistetaan omien osakkeiden osto-ohjelmien tekeminen. Turvasatamasäännöksestä huolimatta sääntelyn systematiikka ei muutu selkeästi tunnusmerkistön mukaisuuden objektiivisia elementtejä korostavaksi, sillä säännöksessä edellytetään myös sisäpiirintiedon *käyttämistä*. Uutta löytyy lisäksi soveltamisalaa koskevista säännöksistä, joiden myötä soveltamisalaan tulevat kuulumaan listalle aikojat sekä muissa jäsenvaltioissa listatut rahoitusvälineet. Direktiivin mielenkiintoisiin uudistuksiin kuuluu vielä arvopaperinvälittäjille asetettu velvollisuus ilmoittaa viranomaiselle epäilyttävistä kaupoista. Sen sijaan yhden toimivaltaisen viranomaisen periaate ei tosiasiassa muuta jo olemassa olevaa käytäntöä, koska kyseinen vaatimus koskee vain markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin nojalla annettujen säännösten valvontaa.

Merkittäviin muutoksiin nykytilaan verrattuna kuuluu osa toimivaltaisille viranomaisille annettavista valtuuksista kuten oikeudet kutsua henkilö kuultavaksi, vaatia televalvontatietoja, varojen jäädyttämistä ja ammatillisen toiminnan väliaikaista kieltämistä. Samaan merkittävien asioiden kategoriaan kuuluu myös hallinnollisten seuraamusten määrääminen markkinoiden väärinkäytöstä. EU-komission johtaman komiteamenettelyn käyttäminen direktiivin teknisten yksityiskohtien muuttamisessa ja täydentämisessä lienee käytännöllisyydestään huolimatta yksi direktiivin eniten mielenkiintoa herättävistä seikoista, koska sen voidaan katsoa osaltaan siirtävän lainsäädäntövaltaa pois Euroopan parlamentilta ja neuvostolta[1234].

[1233] Ks. myös FI: 2002:1, s. 30, jonka mukaan markkinoiden väärinkäyttö -direktiivi ei tule vaikuttamaan dramaattisesti Ruotsin sisäpiiririkosmääräyksiin.

[1234] Ks. Manninen: Euroopan arvopaperialan sääntelyprosessi, s. 260. EY-tuomioistuimen oikeuskäytännössä on katsottu, että perussäädöksen tulisi sisältää kaikki olennaiset osat säädöksen tarkoittamalla alalla. Koska olennaisuutta ei ole tarkemmin määritelty EY:n oikeudessa, käytännössä voi osoittautua vaikeaksi erotella, mitkä kysymykset ovat poliittisesti tärkeitä ja mitkä teknisiä.

Varsinkin edellä mainittuja viranomaisvaltuuksia ja hallinnollisia sanktioita koskevien seikkojen johdosta markkinoiden väärinkäyttö -direktiivin voidaan kokonaisuutena katsoen arvioida vaikuttavan merkittävästi arvopaperimarkkinoilla tapahtuvien väärinkäytösten valvontaan, tutkintaan ja rankaisemiseen sekä Suomessa että Euroopassa.[1235] Direktiivin kokonaisvaltaista lähestymistapaa puoltaa se, että sisäpiirikauppojen tehokas torjunta edellyttää keskittynyttä viranomaistoimintaa nykyisen hajanaisen systeemin osoittauduttua epätyydyttäväksi.

[1235] Ks. BRÅ-rapport 2002:1, s. 40. Rikosoikeudellisen sääntelyn täydentäminen hallinnollisilla sanktioilla tulee aiheuttamaan tutkittavien tapausten määrän huomattavan lisääntymisen.

Ks. Wesser: 'Har du varit ute och shoppat, Jacob?', s. 183–184, jonka mukaan sanktiovastuun ja toimivaltuuksien siirtyminen valvontaviranomaiselle muuttaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyn luonnetta oikeusjärjestelmäkysymyksestä valvontakysymykseksi.

Summary

Tero Kurenmaa
ABUSE OF INSIDE INFORMATION

1 Introduction

Abuse of inside information is defined in section 1 of chapter 51 of the Finnish Penal code. Anyone who in order to gain material benefit for himself or for another wilfully or through gross negligence makes use of inside information relating to a security subject to public trade by disposing of or acquiring the security on his own behalf or on behalf of another, or directly or indirectly advising another party in a transaction relating to the security, shall be sentenced for abuse of inside information to a fine or to imprisonment not exceeding two years. If the abuse of inside information is deemed gross the offender shall be sentenced for gross abuse of inside information to imprisonment of at least four months and at most four years. Inside information is defined in section 6 of chapter 51 of the Penal code. Inside information shall refer to a fact relating to a security subject to public trade which has not been published or which has not otherwise been available in the market and which is likely to have a material effect on the value or price of the said security.

Abuse of inside information is generally considered to be one of the most endangering activity to the integrity and the neutrality of the securities markets. Abuse of inside information was proposed originally to be criminalised exactly because of its especially deprecating nature. The relevant regulation's aim is to uphold the investor's trust and confidence regarding the integrity of the securities markets.

The framing of the study is based on the claim that the abuse of inside information is very hard to prove. Such an allegation can be divided into two different parts. Firstly, there is a question regarding the interpretation of the law: If the facts are clear, the compatibility of the facts and the elements of the offence is to be assessed. In these cases the problems of interpretation are due to the openness of the elements of the offence. In this regard the objective of the study is to establish the contents and the interpretation of the insider trading provision. Secondly, the problems relating to the evidence are connected to the uncertainty of the facts. In these cases it is a matter of evidence, its sufficiency and evaluation. The objective of this second part is to evaluate the duties and the role of the Financial Supervision Authority (Rahoitustarkastus), FSA, in insider trading investigations. On the whole the study aims to clear further the framework of insider regulation and insider supervision in general.

2 Interpretation of the provision on abuse of inside information

The special characteristic of the regulation regarding white-collar crime relates to a typical openness of the elements of the offence. Due to this fact the regulation leaves relatively much room for interpretation, which has increased the relevance of an objective teleological interpretation. The relevance of teleological interpretation becomes emphasized especially in the criminal policy oriented jurisprudence, where the interpretative views rest on the objectives and value choices of the criminal policy. In practice this means that the elements of the offence are interpreted from the standpoint regarding the provisions' object of protection and objectives. Since it is also unavoidable not to rest on the surrounding norms and concepts in the description of the offences and interpretation of the provisions, resort can be made to economics, as far as the white-collar crime is concerned. Such approach helps to define concepts and their contents used in criminal law and to explain the economic background of the events, if the elements of the offence relating to the phenomena occurring in the economic environment are to be cleared.

The objectives of penal provisions concerning the securities markets are to uphold the trust and confidence of investors regarding the integrity of the securities markets. Such objectives are identical to those in the remaining securities markets' legislation. The objectives of the insider provision should be comprehended as a part of this branch of law, so that the connection between the insider trading provision and the related provisions in the same branch of law as well as principles and rules applicable therein can be taken into consideration. Although the insider trading provision is an independent legal provision, the elements used therein are to be interpreted in a similar way as elements in other securities markets' legislation.

The definition of inside information can be considered the most important matter in the insider trading legislation. Without inside information there can be no abuse of it. Inside information is centrally composed of two elements, that are, materiality and confidentiality of information. Of these two elements confidentiality is usually fairly easy to evidence. Although some problems may appear if the information is not published but is claimed to have been otherwise available in the markets.

The materiality of information is, instead, far more difficult to appraise. There is no clear legal concept of materiality which would, in practice, not be relatively difficult to define. The elements regarding inside information don't require a factual effect but a presumed, material one on the price of the security. It is sufficient that the information is likely to have an effect on the price or value of the security. In other words, the information is typically or generally expected to have material effect on the value or price of the security if such an effect can be appraised objectively. Difficulties in the appraisal might

occasionally stem from the fact that the information could have an effect on more than one security but the effect is not necessarily material on all of them.

The element of materiality is a good example of a concept that is open to interpretation and unclear intrinsically. According to an approach that emphasizes the operational environment, such open and unclear concepts usually need to be clarified further resort being made to norms and rules of interpretation in the relevant branch of law. The difficulties relating to the interpretation of materiality cannot be considered simply a weakness of the inside information provision, because the element of materiality was specifically meant to create a threshold to the application of the provision. The element of materiality is also one of the most important distinctions between the elements of the inside information in different countries' legislations. The international comparison shows that the element of materiality, together with the elements of intent and gross negligence, significantly defines the line between a legal and an illegal act.

The elements of the abuse of inside information necessitate the pursuit of a material benefit. In order to consider the offence wilful there is also a requirement that the offender be aware of the information being inside information. Regarding the awareness at the time of the offence, the offender doesn't specifically need to consider the fulfillment of the elements of the offence. If the offender has absorbed a piece of information relating to the security, prior to disposing of or acquiring it, that piece of information is, in principle, at the offenders' disposal during the disposition of or acquisition of the security as long as the information still exists latently. The intentional nature of an act needs to be inferred from external, objective facts, like circumstances, events occurred and the general experience of life, because it is hardly ever possible to find out precisely what the offender thought at the time of the act and what his objectives were.

The criminal negligence means breaching the requirement to act diligently. Objective diligence is mainly defined by legal rules. If the contents of diligent behavior cannot be established clearly enough from the elements of the offence, the required level of diligence must be appraised on the basis of unofficial rules, customary procedures and from factual case-related circumstances, instead of legal rules. These other rules and procedures also connect the evaluation of criminal liability to civil law provisions and requirements to act diligently imposed therein. Since the offenders actual awareness cannot always be appraised in reality nor is necessarily tried to be appraised such way, the evaluation of the intentional nature of the act is focused on the offenders' ability and opportunity to behave in accordance with the objective requirements to act diligently based on rules and factual circumstances.

3 Supervision and investigation of insider trading

In the present Finnish system the investigation of insider trading is divided between the FSA and the police. As the competent authority the FSA usually is in charge of the preliminary investigations after which it transfers suspicious cases to the police for formal investigations. In general, the real challenge to the investigations is the detection of cases which create some concrete criminal suspicions. The biggest practical problem culminates into the question of how to prove that someone trading the securities was connected with the inside information relating to those securities at the time. Effective investigations would require sufficient investigatory powers to be vested in the competent authority, otherwise it can transfer to the police only those suspicious cases that it has been able to detect with its inadequate powers.

In addition to the investigations, the FSA has a central role in securing the proper functioning of the securities markets. The active role of the FSA in the supervision of the securities markets is emphasized by the fact that otherwise the abusive behavior does not necessarily lead to any intervention at all, because such behavior usually does not affect any traditional victims who would react. It is also typical that there are hardly any reports to the authorities of an offence concerning insider trading.

In such insider trading cases that are made within a company and where the profits of the crime has mainly ended up to the company, the availability of a fine imposed on a corporation should be used more vigorously. When evaluating these insider trading cases, special emphasis should be put on established internal policies and effective corporate procedures for monitoring, designed to prevent eventual abuses. The internal monitoring of the company should also include such procedures, which would reasonably be expected to prevent and detect violations occurring in the company's activity. To uphold the trust and confidence of investors to the integrity of the securities markets is not only dependent upon the competent authority alone but also on the self-regulation by the market places and the internal monitoring in the companies.

International cooperation of national authorities, that is, their actual capability to assist each other in investigations and the powers vested in them for such purposes, are relevant factors for increasing the risk of getting caught and for crime prevention in general. Merely the national means for preventing market abuse cases are inadequate, when abuses take place cross national borders. For this reason it is provided in the market abuse directive that stricter cooperation obligations and more robust powers to the competent national authorities are enacted.

Although the provisions on securities markets crimes are fairly well updated, this doesn't mean that the supervision of the securities markets and the realization of legal liability would be unproblematic. As seen above, these

problems are related to especially the investigations of insider trading and the powers of the competent authorities and also the prosecution of abuse of inside information. The problems in the interpretation of the elements of the offence are at the same time problems in the entire investigation of the crime and the lack of evidence on one element of the offence leads ultimately to the rejection of the charges in court. While the uncertainty in criminal process mainly concerns the interpretation of the elements of the offence and the sufficiency of the evidence, the evidence also has to be presented in a correct and explicit form to the court in order to make a successful prosecution.

4 Market Abuse directive

The market abuse directive (MAD) does not effect any major changes to the provision of abuse of inside information. However, the MAD introduces some novelties, that the Finnish legislation has not provided for previously, like the safe harbour-provision that enables the share buy-back programs by the issuers. The directive extends its scope of application also to the financial instruments that are not listed but will be listed on a regulated market and to those financial instruments that are listed on a regulated market in any member state. One of the interesting innovations in the directive is the obligation set for persons who are professionally arranging transactions in financial instruments to notify the competent authority without delay, if they reasonably suspect that a transaction might constitute insider trading. But for instance the requirement to designate a single administrative authority doesn't change the present situation in practice, because the requirement is related only to the monitoring of provisions adopted pursuant to MAD.

The most significant changes that the directive introduces compared to the present situation are the powers of the competent authority to summon and to hear any person, require existing telephone and data-traffic records, request the freezing or sequestration of assets and to request temporary prohibition of professional activity. The imposition of administrative sanctions for market abuse also belongs to the same category of significant changes. The committee procedure for the technical changes and supplement, despite its practicality, is bound to be one of the most interesting aspects in the directive, because it can be interpreted to partly transfer legislation powers to the executive powers.

Because of the above mentioned powers of the competent authority, administrative sanctions and the committee procedure, the MAD can be assumed generally to make a distinctive impact on the supervision, investigation and sanctioning of market abuse both in Finland and in Europe. The efficient prevention of insider trading requires centralized actions by the authorities, which favour the comprehensive approach adapted in the directive, especially so, since the existing incoherent system has turned out to be unsatisfactory.

5 Criminal law or administrative law

The basic role of criminal justice system is to give protection against violations that might be threatening us. The reason for the criminal justice system being vested in this task opposed to, for example, private social control is that a well administered criminal justice system is a fairer, a safer and a more humane solution to all parties. The criminal law, which is to uphold formal principles of legal security, stabilizes social relations, mitigates conflicts between individuals and restrains the possible self-help and vengeance.

Only a few countries have been able to achieve notable results in monitoring the securities markets by relying to traditional criminal law-enforcement at least if judged by the sanctions introduced. According to the international comparison done in the study, it seems, that the country which has achieved the best results in enforcing the criminal law to insider trading has had on average of two convictions per year whereas the worst result was one conviction in all. In case of the country which achieved the best result, Germany, it is to be noted that almost all of the judgments have been given in summary penal proceedings. Developing summary penal proceedings or any other simplified proceedings to insider trading cases is not, by itself, an option any more, because appropriate administrative measures or administrative sanctions are required explicitly in the MAD.

In insider trading cases the evidence is mainly circumstantial and because of that it has caused almost insuperable problems to fulfill the traditional criminal law requirements of full evidence and, thus, to get anybody convicted. The criminal process is also often expensive, long and slow. Although it has turned out to be difficult to use the traditional criminal process effectively against the abuse of inside information, it is hardly a convincing justification for drafting new rules for the procedure and the burden of proof or for trying to impose lower threshold for liability on offences under the criminal law. A more acceptable starting point would be to examine, whether the use of criminal law and the characterizing of the activity as criminal is appropriate. One significant argument in favor of the resort being made to administrative measures instead of criminal punishments relates to those significant problems that the handling of criminal cases has caused to the control system and for the judiciary. In any case, no civil, administrative or criminal measures can be expected to abolish totally all the abuses by their deterrent effect.

The society has to evaluate different social alternatives to find out, if there are any morally acceptable grounds to make use of some other system that would even reasonably be equivalent to the criminal law in it effectiveness and could be enforced with reasonable costs. In principle administrative law can protect similar legal interests as criminal law. The gray area outside the core

areas of administrative and criminal law can belong to either one of those, depending on the legislators' discretion.

The scope of application of administrative and criminal measures is defined especially by the severity and the injustice of the act. Particularly obligations whose purpose is to prevent violations or to make easier to prove them fall into the core area of administrative law. Typically these include violations of organizational or informational duties, such as issuers violations of obligations relating to disclosing information or prohibition for insiders to disclose inside information. The main objectives in imposing an administrative sanction relate to the remedying of the damage caused by the offence and to the regaining of illegal profits. Compared to criminal law the actual punishment is less emphasized in administrative law and the same kind of mark of worthlessness isn't necessary affiliated to the administrative sanction as is affiliated to the criminal punishment.

The views stated in the beginning of the chapter regarding the reason why the criminal justice system has been chosen to give protection against possible violations, are basically applicable more generally to other actions carried out by the authorities. Criminal law is only one of the means that the state can use to protect the trust and confidence towards the securities markets in practice. To an extent the legal liability can also be realized in administrative proceeding as long as the formal principles of legal security have been taken into consideration. The administrative measures are a considerable way of handling minor violations in the securities markets, in which it could be appropriate to give up criminal proceedings in favour of an administrative control system, while the more serious violations would still remain under criminal law. It is, thus, a matter of complementing, not replacing, criminal law with administrative law.

Oikeustapaushakemisto

Suomi

Tuomioistuin ratkaisut

1. Korkein oikeus, KKO 1985 II 58, s. 106.
2. Korkein oikeus, KKO 1990:97, s. 57.
3. Korkein oikeus, KKO 1995:64, s. 202, 258.
4. Korkein oikeus, KKO 1998:162, s. 354.
5. Korkein oikeus, KKO 2000:82, s. 249.
6. Korkein oikeus, KKO 2001:86, s. 213, 249.
7. Korkein oikeus, KKO 2001:87, s. 249.
8. Korkein hallinto-oikeus 30.11.2000/3131, KHO:2000:64, s. 100.
9. Korkein hallinto-oikeus KHO 11.7.2001/1636, s. 296.
10. Korkein hallinto-oikeus 23.9.2002/2229, KHO:2002:58, s. 100.
11. Helsingin hovioikeus, No 3880, R 93/2387 (8.9.1994), s. 269, 337.
12. Helsingin hovioikeus, No 3480, R 98/935 (10.12.1999), s. 129.
13. Helsingin hovioikeus, No 1085, R 99/427 (9.5.2000), s. 99,192, 337.
14. Helsingin raastuvanoikeus Os. 19, No 93/589, R 91/8745 (18.10.1993), s. 203, 337.
15. Helsingin käräjäoikeus Os. 7/4, No 99/508, R 98/2408 (26.1.1999), s. 98, 192, 337.
16. Helsingin käräjäoikeus Os. 6/8, No 99/1404, R 98/8408 (5.3.1999), s. 125, 134, 135, 203, 223, 234, 269, 307, 308, 337, 359.
17. Helsingin käräjäoikeus Os. 5/11, No 00/14795, R 00/869 (30.6.2000), s. 128, 133, 134, 182, 208, 217, 293, 337, 359.
18. Helsingin käräjäoikeus Os. 7/6, No 02/1080, R 00/12747 (28.1.2002), s. 99, 134, 193, 246, 272, 337. (ei lainvoimainen)
19. Helsingin käräjäoikeus, No 02/7385, R 01/7537 (28.6.2002) s. 254, 270, 312. (ei lainvoimainen)
20. Helsingin käräjäoikeus Os. 4/9, No 02/11962, R 01/13963 (7.11.2002), s. 61, 125, 134, 149, 199, 203, 214, 217, 234, 254, 264, 270, 337, 359. (ei lainvoimainen)
21. Helsingin käräjäoikeus Os. 4/14, No 03/3219, R 03/338 (25.3.2003), s. 135, 182, 203, 224, 227, 241, 337, 359. (ei lainvoimainen)
22. Helsingin käräjäoikeus Os. 6/2, No 03/6937, R 03/1412 (11.7.2003), s. 337. (ei lainvoimainen)
23. Helsingin hallinto-oikeus, 00/0821/5, 03753/00/1400 (31.10.2000), s. 100.

Syyttämättäjättämispäätökset

1. Valtakunnansyyttäjänvirasto 00/20-21 (14.11.2000), s. 281, 302.
2. Valtakunnansyyttäjänvirasto 00/1035-1039 (12.12.2000), s. 177, 248, 281, 338.
3. Valtakunnansyyttäjänvirasto 01/38 (29.6.2001), s. 149.

4. Valtakunnansyyttäjänvirasto 03/8-9, 11-18 (15.1.2003), s. 125, 134, 182, 202, 208, 212, 218, 259, 306, 359.
5. Helsingin kaupunginviskaalivirasto 104-106/94 (5.9.1994), s. 281.
6. Helsingin kihlakunnan syyttäjänvirasto 33/98, 36/98 ja 37/98 (12.11.1998), s. 281.
7. Helsingin kihlakunnan syyttäjänvirasto 99/31 (15.6.1999), s. 134, 224.
8. Helsingin kihlakunnan syyttäjänvirasto 8/99 ja 9/99 (22.11.1999), s. 281.
9. Helsingin kihlakunnan syyttäjänvirasto 00/477 (31.3.2000).
10. Helsingin kihlakunnan syyttäjänvirasto 01/753 ja 01/756 (2.3.2001), s. 276, 281.

Eurooppa

1. Euroopan Yhteisöjen tuomioistuin (kuudes jaosto), C-28/99, 3.5.2001, s. 166.
2. Euroopan Ihmisoikeustuomioistuin, Franz Fischer v. Austria, Application no. 37950/97, 29.5.2001, s. 230, 347, 351.

Ruotsi

1. Högsta Domstolen dom nr DB 156 (10.6.1994).
2. Svea Hovrätt, Avd. 9, DB 29 (1.3.1990).
3. Svea Hovrätt, DB 71, B 2118/94 (2.6.1995).
4. Svea Hovrätt Mål B 2917/95 (18.12.1996).
5. Svea Hovrätt, Avd 1, TR Mål B 14-1829-96 (15.10.1997).
6. Svea Hovrätt Mål B 1461/01 (20.6.2002), s. 102, 339, 345.
7. Kalmar Tingsrätt, DB 182 (9.3.1990).
8. Stockholms Tingsrätt avd 14, Mål B 2705-99 (9.12.1999).
9. Stockholms Tingsrätt, Mål nr B 3142-97 (22.2.2000).
10. Kristianstad Tingsrätt, Mål nr B 1059-00 (7.11.2000).
11. Stockholms Tingsrätt, Rotel 1201 Avd 12, Mål nr B 1432-99 (25.1.2001), s. 102, 288, 339, 345.

Norja

1. Lagmannsrett Sak 98-00924 M (4.2.1999) (Søre Sunnmøre herredsrett), s. 339.
2. Bergen Byrett Sak nr. 95-02141 M/02 (15.12.1995), s. 339.

Ranska

1. Le Conseil Constitutionnel, 28.7.1989, Décision no 89-260, s. 229, 351.
2. La Cour de Cassation, Chambre Criminelle, 3.11.1992, Recueil Dalloz Sirey, 1993, 10 cahier, s. 104.
3. La Cour de Cassation, Chambre Criminelle, 26.6.1995, Pourvoi no 93-81.646 Arrêt no 3015, s. 156.
4. La Cour de Cassation, Chambre Commerciale, 18.6.1996, Pourvoi no 94-13.660 Arrêt no 1247, s. 104.
5. Cour d'Appel de Paris. Premiére chambre. Section H. 7.3.2000, no 1999/15862, s. 352.

6. Tribunal de Grande Instance de Paris, 3.12.1993. Gazette du Palais, 27-28.5.1994, s. 173.
7. Décision COB 24.6.1993, Bulletin COB - no. 271, Juillet-Août 1993, s. 114, 156.

USA

1. Cady, Roberts & Co, 40 SEC 907 (1961), s. 43, 102.
2. SEC v Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d (2d Cir. 1968), cert den. 394 U.S. 976 (1969), s. 43, 102.
3. Blue Chip Stamps v Manor Drug Stores, 421 US 723 (1975), s. 43. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
4. TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976), s. 126. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
5. Chiarella v United States, 445 US 222 (1980), s. 44, 47. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
6. Elkind v Liggett & Meyers Inc. 635 F 2d (2d Cir 1980), s. 43.
7. Dirks v SEC, 463 US 646 (1983), s. 45. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
8. SEC v. Dennis Levine, Civil Action No. 86 Civ. 3726 S.D.N.Y. (12.5.1986), s. 245, 284, 354.
9. SEC v. Ivan Boesky, Civil Action No. 86 Civ. 8767 S.D.N.Y. (14.11.1986), s. 284, 354.
10. Carpenter v U.S., 484 U.S. 19 (1987), s. 47, 120, 169. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
11. Basic Inc v Levinson, 485 U.S. 224 (1988), s. 126, 135, 307. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
12. Michael Milken and Associates Securities Litigation, 150 F.R.D. 57 S.D.N.Y. (1993), s. 284.
13. United States v O'Hagan, 521 U.S. 642 (1997), s. 39, 47, 65, 139. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year
14. SEC v. Göran Heden et al., Civil Action No. 99 Civ. 1418 S.D.N.Y (1999), s. 288, 345, 354.
15. United States v. McDermott, 245 F 3d 00-1572 (2d Cir. 2001), s. 303. http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?court=us&navby=year

Asiahakemisto

aihetodiste s. 334, 341
amerikkalainen optio s. 178
ammattilainen s. 214, 227, 265, 338
ammattimainen s. 222, 354
analogiakielto s. 69, 106, 109
analyysi s. 115, 119, 155
analyytikko s. 114, 116, 119
anonyymi s. 251
arbitraasi s. 29
arvo-osuustili s. 283
asiantuntijatodistaja s. 335
avunanto s. 190

bulvaani s. 245, 281

CESR s. 328
compliance s. 200, 291

due diligence s. 143, 200

ekonomisti s. 33
ensimarkkinat s. 15, 39, 111
Euroopan ihmisoikeustuomioistuin s. 347
eurooppalainen optio s. 178

face to face s. 102, 106, 272
FSA s. 230, 278, 299, 352
fuusio s. 155, 307

hallinto-oikeus s. 54
hankintasuunnitelma s. 260
harmaat markkinat s. 111
herkät tilastot s. 118, 122, 155
huolellinen henkilö s. 126
huolellisuusvaatimus s. 227, 259
huolellisuusvelvoite s. 196
huomautus s. 254, 346
hyvä tapa s. 150, 197, 276
hyödykejohdannainen s. 158

ilman aiheetonta viivytystä s. 290, 293, 345
ilmianto s. 288
ilmoitusvelvollisuus s. 22, 62, 316, 343
indeksi s. 151
informaatio varallisuutena s. 38
informaatioasymmetria s. 40
investointi s. 131, 151

johdon palkitseminen s. 30
journalisti (lehtimies, toimittaja) s. 42, 47
julkista tai pidättäydy s. 42, 46, 101
jälkimarkkinat s. 15, 39, 111, 127, 147, 149
järkevä henkilö s. 126

kaksoislistaus s. 100
kaupintatili s. 283, 285
kavallus s. 65
keksintö s. 131, 151, 156
kiinanmuuri s. 180, 265
kiinnijoutumisriski s. 231
kiinnijäämisriski s. 50, 336
kiinnijäämistodennäköisyys s. 336
kilpailuoikeus s. 349
kilpailuviranomainen s. 349
klassinen teoria s. 42
kokemus s. 225, 293
kollektiivinen suoja s. 37
konkurssi s. 132, 148, 151
konserni s. 242, 293
kotietsintä s. 312
kriminalisointiperiaatteet s. 51
kronologinen selvitys s. 290, 302
kustannustehokkuus s. 336
kuulustelu s. 295

lainvalvonta s. 341
lakimies s. 33
laskentamalli s. 269

law and economics (oikeustaloustiede) s. 34
lehtimies s. 314

management buy out s. 141
manipuloida s. 37
markkinaoikeus s. 349
markkinatakaaja s. 32, 177
markkinatieto s. 97, 150
markkinoiden tehokkuus s. 28
meklari s. 168, 176, 243, 318
minimidirektiivi s. 27
moraali s. 33, 40, 275
mosaiikkiteoria s. 119
myy ja merkitse -järjestely s. 207
määräysvalta s. 319
määräämisvalta s. 187

oikeushyvä s. 34, 51, 196
oikeustaloustiede s. 28
omaisuuden suoja s. 37
omaisuudenhoitaja s. 292
omaisuudenhoitotili s. 283, 285
optiokauppalaki s. 94
optiolaina s. 107
optio-oikeus s. 107, 206
osakeanti s. 131, 151, 153
osavuosikatsaus s. 127, 153
osto-ohjelma s. 179, 185

pakottava päättely s. 216
peittämisperiaate s. 210
peluri s. 29
perheenjäsen s. 48, 281, 318, 320, 327
petos s. 62, 106, 108, 109
piensijoittaja s. 33, 40
poliisi s. 295, 310, 334
presumptio s. 68, 173, 176, 208, 229, 233
puhelinkuuntelu (telekuuntelu) s. 312
puhelut s. 312

rahasto-osuusrahasto s. 325
rahoitusväline s. 110
rangaistusmääräysmenettely s. 339
resurssit s. 336
rikosilmoitus s. 275
rikosten ehkäiseminen s. 254, 263
riskinkorotusteoria s. 199

SEC s. 41, 102, 178, 258, 269, 279, 299, 353
selonottovelvollisuus s. 59, 196, 220, 258
selvityspyyntö s. 292
selvitystila s. 132
seuraamusten julkistaminen s. 346
seurausrikos s. 199
SIRE s. 224, 285, 289, 327
sisäinen valvontajärjestelmä s. 261
spekulointi s. 109
sukulaisuus s. 281, 335
sulautuminen s. 131
suojeluobjekti s. 51, 72
syytekynnys s. 81, 260, 335
syyttämättäjättämispäätös s. 335
syytä epäillä s. 296, 334
sähköjohdannainen s. 95
sääntely muissa maissa s. 102, 153, 170, 193, 208, 227, 277, 297, 350

taloudellinen hyöty s. 198, 203, 205, 241, 267
taloudellinen rikollisuus s. 267
talousrikos s. 75, 197, 275, 334
talousrikostorjunta s. 338
tapanormi s. 196, 263
tarkoitussidonnaisuus s. 294
tekijän huolimattomuus s. 219, 226
tekorikos s. 193, 248
telekuuntelu s. 303
televalvonta s. 302, 313
teon huolimattomuus s. 58, 199, 219, 226
tiedoton tuottamus s. 220
tiedottamisrikos s. 127, 286
tiedotusvälineet s. 114, 288
tietojensaantioikeus s. 291, 295
tilinpäätös s. 127, 153
tippee s. 166

toimintaohje s. 262
toimittaja s. 120, 169
toisintoimimismahdollisuus s. 55, 220
tutkintavaltuudet s. 297, 300, 309
työsuhdeoptio s. 206
täsmällisyys s. 91, 157
täytäntöönpanotoimi s. 247

uhkapeli s. 33, 35
uhkasakko s. 291, 322, 346
uhri s. 32, 275
ultima ratio s. 51

vahingonkorvaus s. 268
vaihtovelkakirja s. 107, 109
vaikutusvalta s. 320
vaitiolositoumus s. 301
valvontavaltuudet s. 309
varainsiirtovero s. 270
varkaus s. 65
varoitus s. 346
warrantti s. 107
vastuuasema s. 59, 196, 258
velkakirja s. 151
veroparatiisi s. 284
vihje s. 288
vihjeen saaja s. 170
viisasten komitea s. 87
vilpitön mieli s. 139, 177, 271
virka-apu s. 283, 330
virkasalaisuus s. 63, 190
vuosikatsaus s. 127
välityspalkkio s. 271
välitön oikeusvaikutus s. 77

yhteistyö s. 328, 330, 344
yhtiösisäpiiriläinen s. 31
yksilöitävyys s. 91
yllytys s. 190
yrityskulttuuri s. 263
yrityssalaisuus s. 63, 189
yrityssaneeraus s. 148, 151

Sisäpiirintiedon väärinkäyttöä pidetään yleisesti yhtenä kaikkein eniten arvopaperimarkkinoiden puolueettomuutta ja luotettavuutta vaarantavista toimista. Sisäpiirintiedon väärinkäytöksi kutsutaan sellaista rikoslain 51 luvun 1 §:ssä määriteltyä toimintaa, jossa pyritään hankkimaan taloudellista hyötyä käyttämällä julkisen kaupankäynnin kohteena olevaan arvopaperiin liittyvää sisäpiirintietoa hyväksi arvopaperikaupassa.

Talousrikoksia koskevan sääntelyn erityisenä piirteenä on, että säännökset ovat tyypillisesti sisällöllisesti avoimia, jonka johdosta tulkinnalle on jäänyt suhteellisen laaja merkitys lainsoveltamistilanteissa. Sisäpiirintiedon määritelmä on hyvä esimerkki tulkinnanvaraisesta käsitteestä, jonka kaltaisia sisällöltään epävarmoja ja abstrakteja käsitteitä on toimintaympäristöä painottavan ajattelun mukaisesti pyrittävä usein selventämään asianomaisella oikeudenalalla vallitsevista normeista saatavilla tulkintaohjeilla.

Suomen nykyisessä systeemissä sisäpiiririkosten tutkinta on jakautunut arvopaperimarkkinoita valvovan viranomaisen ja poliisin välille. Arvopaperimarkkinoita valvovana viranomaisena Rahoitustarkastus useimmiten suorittaa alustavan tutkinnan ja vasta sitten siirtää epäilyttävät tapaukset poliisille varsinaiseen esitutkintaan. Tutkinnan todellinen haaste on yleensä löytää tapauksia, joissa olisi konkreettisia rikosepäilyjä.

Markkinoiden väärinkäyttöä koskevan uuden direktiivin osalta tutkimuksen kiinnostuksen kohteena on selvittää, miten se saattaa vaikuttaa kotimaiseen ja kansainväliseen sisäpiirisääntelyyn ja -valvontaan sekä viranomaisten keskinäiseen yhteistyöhön tulevaisuudessa.

Suomalainen Lakimiesyhdistys
Kasarmikatu 23 A 17
00130 Helsinki
p. (09) 603 567
f. (09) 604 668
sly@lakimies.org
www.lakimies.org

ISSN 0356-7206
ISBN 951-855-215-0